

行业研究

白酒淡季需求持续，食品期待成本拐点

——光大证券食品饮料行业周报（20230227-20230305）

要点

本周观点：白酒：对节后恢复的反馈乐观，关注库存消化/价盘。节后白酒消费延续较好的恢复态势，宴席场次回补为普遍反馈，另外餐饮复工，企业年会、商务宴请等推迟到年后举办，有望支撑消费恢复延续到四五月份。名酒库存基本良性，五粮液/老窖/汾酒全国面库存一个多月，次高端酒企库存处略高水平，但二月以来得到逐渐消化，Q1 预计高端白酒/地产龙头（今世缘、古井、迎驾贡酒）业绩较好，次高端酒企（舍得、酒鬼）相对平稳。酒企应对市场运作成熟，此前旺季虽然存在部分以价换量、价格波动，但大方向是管理市场秩序，特别淡季将以维护价格为主，估计价盘没有太多风险。短期内白酒虽然没有来自产业层面的太多催化，但是宴席等对过去两三年需求的回补将继续支撑上半年的库存消化，下半年有望迎来政策刺激/经济恢复，商务活动进一步恢复，动销或进一步加快。

卤味：行业景气度提升，龙头优势愈发明显。近期我们对卤味赛道进行了调研，对当前卤味市场有了新的认识：1）尽管成本是当前制约企业利润弹性的重要因素，但同时也是龙头扩大优势，抢占份额的机遇，高成本下夫妻老婆店进场更为困难，中小品牌扩张也存在压力，而龙头如绝味保持加速开店态势，份额有望进一步提升；2）行业景气度仍在持续改善，23 年 1-2 月绝味存续门店单店收入已接近 19 年水平，周黑鸭、煌上煌单店收入亦有稳健提升，若成本拐点出现，企业业绩弹性将明显释放；3）餐桌卤味行业发展同样表现出加速态势，龙头紫燕亦在稳健开店，且得益于牛肉成本下行，利润弹性或更明显，同时二线品牌在资本加持下有望进入新的发展阶段，如卤江南在绝味赋能下门店突破 1200 家，2 月末新增加盟商 200 多位，进一步开发市场，廖记同样有望在今年开启拓店动作，九多肉多作为河南卤味获得融资的两家品牌之一，亦推出开店扶持政策，加快市场扩张，餐桌卤味的市场热度也在逐步提升。

休闲食品：节后补货积极，渠道持续拓展。近期通过对各休闲食品公司动销表现的持续跟进，我们发现：1）受 22 年底疫情影响，各自建产线公司春节备货受到不同程度的影响，节前普遍处于库存紧张的状态。节后虽为休闲食品销售淡季，但各公司补货情况良好，整体动销表现积极。2）对比去年同期因春节假期导致的销售时间缩短，今年 2 月为完整销售月，低基数下各公司收入端均实现较高增长。从 23Q1 看，2 月的收入高增长为洽洽和甘源持续缩小 1 月春节错期所带来的销售缺口；进一步拉升盐津和劲仔的收入增长。3）各自建渠道公司把握渠道红利，积极布局零食专营赛道。良品铺子在自建品牌“零食顽家”基础上，跟投零食专营品牌“赵一鸣”（截至 2023 年 3 月，赵一鸣门店数量已达 900+家），进一步切入零食量贩领域。万辰生物在关联品牌“零食工坊”的零食专卖店经验基础上，于 2022 年 9 月创建零食专营品牌“陆小馋”。且公司于 23 年 2 月推出定增方案，计划在安徽、河南、山东三个省份的重点城市开设 100 家门店，持续加大零食量贩领域布局。

投资建议：我们维持当下的配置思路：（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。；另外建议关注业绩稳健、估值合理的细分龙头，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@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

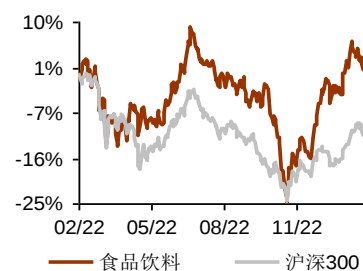
联系人：董博文

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.....	4
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	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：食品饮料板块市盈率（TTM，整体法，倍）	5
图 2：食品饮料板块市盈率（TTM，中值，倍）	5
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	6
图 7：猪肉平均价	6
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	7
图 11：玉米平均价	7
图 12：豆粕平均价	7
图 13：生鲜乳平均价	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 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：对节后恢复的反馈乐观，关注库存消化/价盘。节后白酒消费延续较好的恢复态势，宴席场次回补为普遍反馈，另外餐饮复工，企业年会、商务宴请等推迟到年后举办，有望支撑消费恢复延续到四五月份。名酒库存基本良性，五粮液/老窖/汾酒全国面库存一个多月，次高端酒企库存处略高水平，但二月以来得到逐渐消化，Q1 预计高端白酒/地产龙头（今世缘、古井、迎驾贡酒）业绩较好，次高端酒企（舍得、酒鬼）相对平稳。酒企应对市场运作成熟，此前旺季虽然存在部分以价换量、价格波动，但大方向是管理市场秩序，特别淡季将以维护价格为主，估计价盘没有太多风险。短期内白酒虽然没有来自产业层面的太多催化，但是宴席等对过去两三年需求的回补将继续支撑上半年的库存消化，下半年有望迎来政策刺激/经济恢复，商务活动进一步恢复，动销或进一步加快。

卤味：行业景气度提升，龙头优势愈发明显。近期我们对卤味赛道进行了调研，对当前卤味市场有了新的认识：1）尽管成本是当前制约企业利润弹性的重要因素，但同时也是龙头扩大优势，抢占份额的机遇，高成本下夫妻老婆店进场更为困难，中小品牌扩张也存在压力，而龙头如绝味保持加速开店态势，份额有望进一步提升；2）行业景气度仍在持续改善，23 年 1-2 月绝味存续门店单店收入已接近 19 年水平，周黑鸭、煌上煌单店收入亦有稳健提升，若成本拐点出现，企业业绩弹性将明显释放；3）餐桌卤味行业发展同样表现出加速态势，龙头紫燕亦在稳健开店，且得益于牛肉成本下行，利润弹性或更明显，同时二线品牌在资本加持下有望进入新的发展阶段，如卤江南在绝味赋能下门店突破 1200 家，2 月末新增加盟商 200 多位，进一步开发市场，廖记同样有望在今年开启拓店动作，九多肉多作为河南卤味获得融资的两家品牌之一，亦推出开店扶持政策，加快市场扩张，餐桌卤味的市场热度也在逐步提升。

休闲食品：节后补货积极，渠道持续拓展。近期通过对各休闲食品公司动销表现的持续跟进，我们发现：1）受 22 年底疫情影响，各自建产线公司春节备货受到不同程度的影响，节前普遍处于库存紧张的状态。节后虽为休闲食品销售淡季，但各公司补货情况良好，整体动销表现积极。2）对比去年同期因春节假期导致的销售时间缩短，今年 2 月为完整销售月，低基数下各公司收入端均实现较高增长。从 23Q1 看，2 月的收入高增长为洽洽和甘源持续缩小 1 月春节错期所带来的销售缺口；进一步拉升盐津和劲仔的收入增长。3）各自建渠道公司把握渠道红利，积极布局零食专营赛道。良品铺子在自建品牌“零食顽家”基础上，跟投零食专营品牌“赵一鸣”（截至 2023 年 3 月，赵一鸣门店数量已达 900+家），进一步切入零食量贩领域。万辰生物在关联品牌“零食工坊”的零食专卖店经验基础上，于 2022 年 9 月创建零食专营品牌“陆小馋”。且公司于 23 年 2 月推出定增方案，计划在安徽、河南、山东三个省份的重点城市开设 100 家门店，持续加大零食量贩领域布局。

2、重点公司跟踪

伊利股份：春节动销良好，金典和安慕希礼增装均有良好表现。但考虑春节错期及需求端的逐步恢复，预计液奶表现呈逐季向好的态势，全年收入增速好于去年。奶粉业务 22 年收入实现 20%以上增长，23 年目标增速为 15%以上。22 年冷饮业务收入增速超 30%，23 年目标实现双位数增长。奶酪业务 22 年加速终端网点布局，收入实现 20%以上增长，23 年更多在现有网点基础上增加 SKU 数量，推进新品布局，目标收入增速为 20%左右。

绝味食品：公司开店节奏正常，加盟商积极性较高，后续开店或有望加速，1-2 月份存续门店单店收入已经恢复到 19 年同期水平，高势能门店仍然还有一定收入缺口，但公司经营情况持续改善，有望持续扩大龙头优势。当前成本仍然高企，但成本继续突破新高的可能性较小。费用上，公司取消疫情补贴，把补贴聚焦于活动营销费用投入以及开店费用补贴。

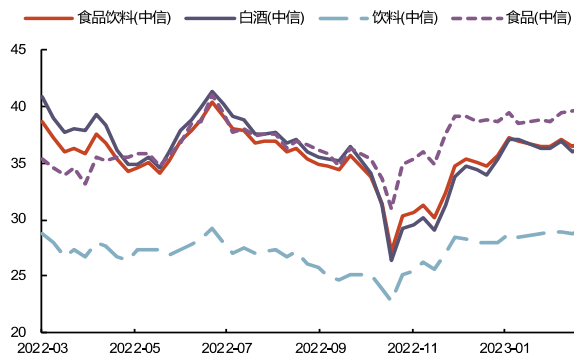
迎驾贡酒：当前需求较为可观，下一步产品结构会继续优化调整，C 端运营管理服务会提升，市场拓展将根据产品投放规划，23 年为文化迎驾战略元年，组织架构上成立文化迎驾战略运营发展办公室，下有三个部门（企业文化、品牌管理、品鉴创新中心）。维持一定的市场投入，特别在重点市场，进行营销数字化、工具等赋能，包括在 B 端、C 端的投入。

伊力特：公司今年疆外主推市场为江苏、河南、山东、安徽、湖南、湖北及甘肃几个地区，江苏主推伊力老窖和大新疆，伊力王产品结构中以蓝王为主，疆内重点提升开瓶率、复购率，小酒海目前趋势较好。渠道方面今年重点发展团购、意见领袖，疆内以伊力王为主，目前渠道库存良性、动销情况较好。23 年整体销售维持此前规划，短时间费用投入在前，费用率或有所提高，长期会趋于平稳。

3、重点数据跟踪

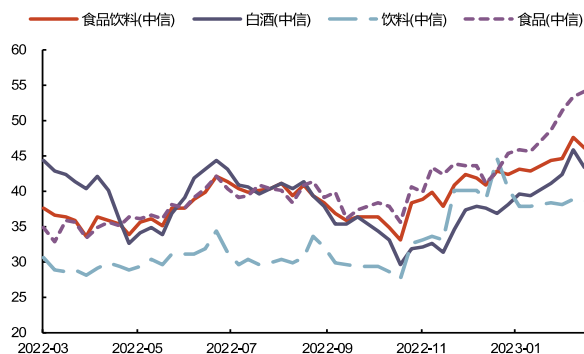
截至 2023 年 3 月 3 日，食品饮料板块估值水平（PE TTM，剔除负值）为 37 倍，较年初提升约 3.4%，其中中信白酒指数 PE（TTM，剔除负值）为 37 倍，较年初提升约 3.1%；中信饮料指数 PE（TTM，剔除负值）为 29 倍，较年初提升约 3.5%；中信食品指数 PE（TTM，剔除负值）为 40 倍，较年初提升约 2.9%。

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 3 月 3 日

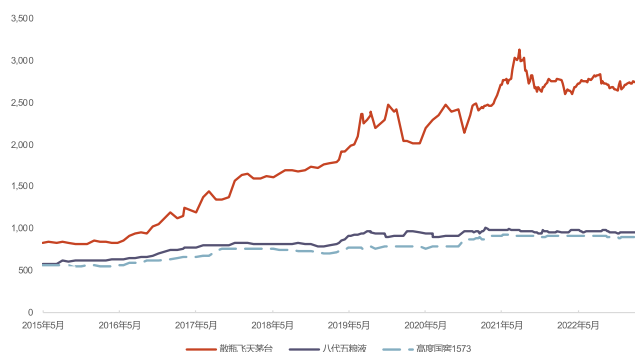
图 2：食品饮料板块市盈率（TTM，中值，倍）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2023 年 3 月 3 日

截至 2023 年 3 月 3 日，飞天茅台散装批价 2750 元，环周上涨 5 元。整箱批价 3000 元，环周上涨 20 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）



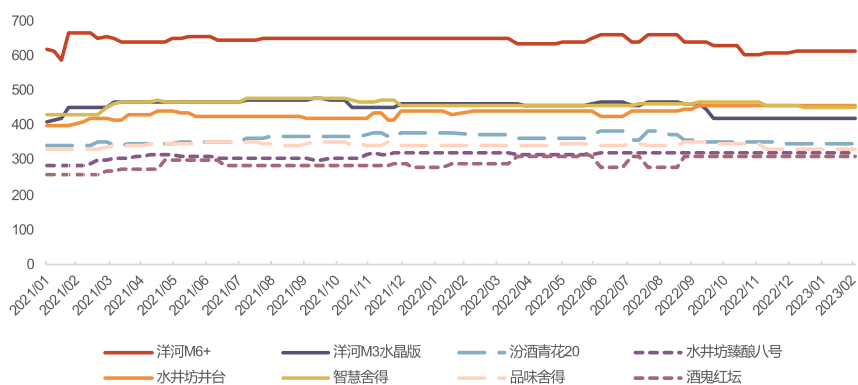
资料来源：今日酒价，注：截至 2023 年 3 月 3 日

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 3 月 3 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 3 月 3 日

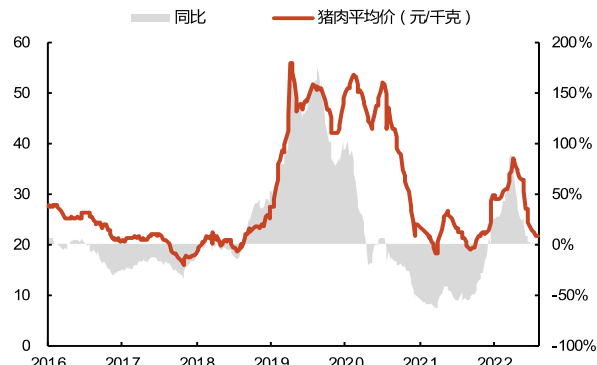
截至 2023 年 2 月 24 日，生猪平均价为 15.80 元/千克，同比+25.60%；猪肉平均价为 21.87 元/千克，同比+7.00%。截至 2023 年 3 月 3 日，白条鸡平均批发价为 18.35 元/公斤，同比+4.80%；白鲢鱼平均批发价为 9.46 元/公斤，同比-4.64%。

图 6：生猪平均价



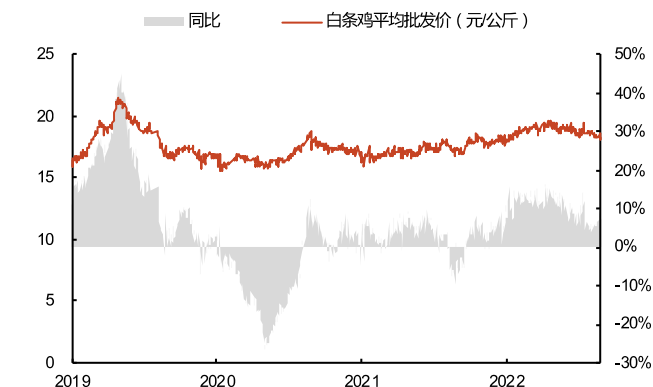
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 2 月 24 日

图 7：猪肉平均价



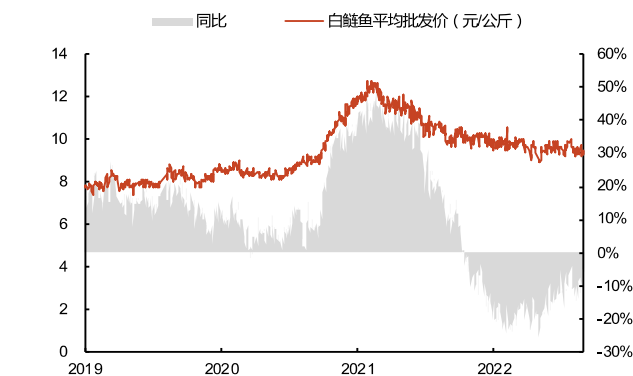
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 2 月 24 日

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 3 月 3 日

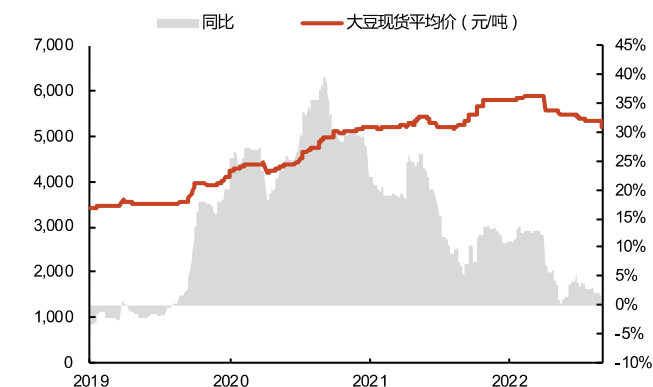
图 9：白鲢鱼平均批发价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 3 月 3 日

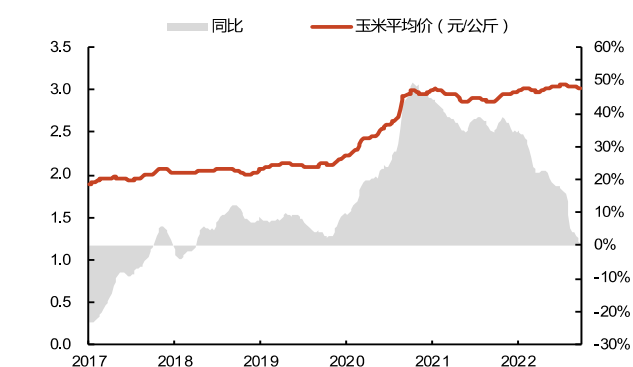
截至 2023 年 3 月 3 日，大豆现货平均价为 5216.32 元/吨，同比-0.41%。截至 2023 年 2 月 22 日，玉米平均价为 3.02 元/公斤，同比+0.67%。豆粕平均价为 4.88 元/公斤，同比+26.10%；生鲜乳平均价为 4.05 元/公斤，同比-4.95%。

图 10：大豆现货均价



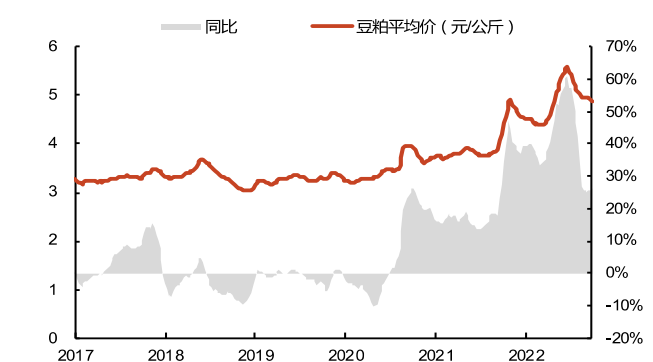
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 3 月 3 日

图 11：玉米均价



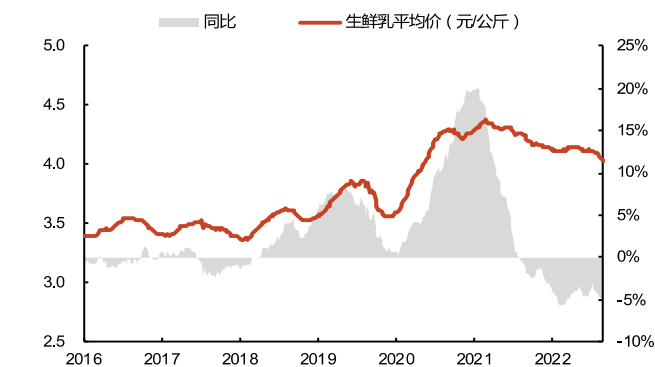
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 02 月 22 日

图 12：豆粕均价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 02 月 22 日

图 13：生鲜乳均价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2023 年 02 月 22 日

4、重要公司公告

良品铺子 2023 年 3 月 3 日公司发布股东减持股份进展公告：良品铺子股东珠海高瓴、香港高瓴、宁波高瓴持有公司股份 2229 万股，占公司总股本的 5.56%，尚未实施减持。截至 2023 年 3 月 2 日，此次减持计划时间过半，尚未实施完毕。

一鸣食品 2023 年 3 月 1 日公司发布关于获得政府补助的公告：公司于 2022 年 12 月 7 日至公告披露日，累计获得政府补助 496 万元，其中与收益相关的政府补助 296 万元，与资产相关的政府补助 200 万元。

煌上煌 2023 年 2 月 28 日公司发布 2022 年度业绩快报：2022 年公司营业总收入 19.54 亿元，同比减少 16.46%；归母净利润 3082 万元，同比减少 78.69%；扣非归母净利润 502 万元，同比减少 95.72%。

盐津铺子 2023 年 2 月 28 日公司发布 2022 年度业绩快报：2022 年公司营业总收入 28.94 亿元，同比增长 26.83%；归母净利润 3.01 亿元，同比增长 99.86%；扣非归母净利润 2.75 亿元，同比增长 201.23%。

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	1,818.04	524.60	626.44	727.55	41.76	49.87	57.92	44	36	31
000858.SZ	五粮液	205.76	233.77	268.84	308.14	6.02	6.93	7.94	34	30	26
000568.SZ	泸州老窖	254.50	79.56	100.97	124.27	5.43	6.86	8.44	47	37	30
600809.SH	山西汾酒	275.58	53.14	79.21	99.52	4.36	6.49	8.16	63	42	34
600702.SH	舍得酒业	199.26	12.46	15.07	19.80	3.75	4.54	5.96	53	44	33
002304.SZ	洋河股份	172.33	75.08	97.49	112.94	4.98	6.47	7.49	35	27	23
603369.SH	今世缘	63.48	20.29	25.14	30.70	1.62	2.00	2.45	39	32	26
603517.SH	绝味食品	50.72	9.81	2.59	11.61	1.60	0.41	1.84	32	124	28
603345.SH	安井食品	161.34	6.82	10.83	13.97	2.79	3.69	4.76	58	44	34
002216.SZ	三全食品	17.03	6.41	7.83	8.40	0.73	0.89	0.96	23	19	18
300973.SZ	立高食品	97.60	2.83	1.62	2.95	1.67	0.95	1.74	58	103	56
001215.SZ	千味央厨	73.61	0.88	1.01	1.29	1.02	1.17	1.49	72	63	49
605089.SH	味知香	77.10	1.33	1.53	1.86	1.33	1.53	1.86	58	50	41
603866.SH	桃李面包	17.73	7.63	8.49	9.85	0.80	0.89	1.03	22	20	17
605338.SH	巴比食品	32.88	3.14	2.47	2.89	1.27	0.99	1.17	26	33	28
002557.SZ	洽洽食品	46.40	9.29	9.77	10.89	1.83	1.93	2.15	25	23	19
603719.SH	良品铺子	37.98	2.82	3.91	4.91	0.70	0.98	1.22	54	39	31
600887.SH	伊利股份	31.06	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 2023-03-03

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
公司简报	2023.02.26	收入端稳健，期待成本端改善——洽洽食品（002557.SZ）2022 年业绩快报点评	洽洽食品
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

我们维持当下的配置思路：（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**。另外一方面，建议关注业绩稳健、估值合理的细分龙头，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