

非白酒

报告日期：2023年03月04日

啤酒高端化加速年，旺季行情或提前演绎

——啤酒行业专题报告

投资要点

- 我们于2023年大众品年度策略中将【啤酒】作为23年大众品首推板块，于2月中旬开始提示啤酒板块投资机会，再次重点推荐啤酒板块投资机会！
- 一句话推荐逻辑
青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒为国内啤酒龙头，23年啤酒板块高端化大周期加速演绎，气温回暖较早或导致旺季提前，驱动啤酒行业销量持续超预期，进而驱动业绩超预期。
- 超预期点：气温回暖较早或驱动旺季提前，3月后动销有望持续超预期
市场认为：啤酒旺季时点与往年相似，动销恢复主要由场景复苏驱动，淡季气温变动影响有限。
我们认为：除场景恢复外，当前影响啤酒的核心变量为气温，部分区域气温已回升至接近旺季，气温回暖较早将驱动旺季提前到来，有望提振渠道信心，驱动3月后啤酒渠道进货及终端动销持续超预期。
1) 2月起超预期归因：据我们测算，2月国内主要省会城市平均气温9.13度，同比提升48%，气温回暖较早叠加现饮场景恢复，驱动2月青啤等主要酒企动销超预期。2) 展望3月及之后：据中央气象台预测，未来一周向暖趋势延续，郑州、济南等地的气温将接近或超过30°C（已接近旺季气温），春季全国大部气温偏高，旺季或有望提前到来，驱动销量超预期。
- 趋势展望：23年为啤酒高端化加速年，旺季行情有望提前演绎
啤酒旺季行情历经三大阶段，23年数据验证期有望提前。复盘啤酒近年旺季股价变化节奏，均经历预期先行（2-5月）-数据验证（5-7月）-持续性研判（7-9月）三大阶段，在气温回暖较早&低基数下，23年啤酒旺季数据验证期有望提前，啤酒旺季行情或提前演绎。
现饮场景恢复，低基数下23Q2有望迎高增。预计青啤2月销量增长约18.5%，动销恢复超预期，且当前库存水平正常。预计2月娱乐渠道、餐饮渠道同比增长超20%，啤酒显著受益于现饮场景恢复。22年3-5月受疫情影响多地实施封控，低基数下23Q2有望迎销量高增。
高端餐饮及娱乐渠道复苏先行，23年为啤酒高端化加速年。疫情压制下20-22年啤酒高端化升级持续，预计23年伴随高端餐饮及娱乐渠道恢复，主要酒企高端化升级有望加速，对标海外高端化空间仍大。1) 重庆啤酒：23年乌苏有望恢复较快增长；2) 青岛啤酒：预计23年纯生增速或有望超20%，白啤增速或有望超40%，经典有望维持高个位数较快增长。
23年成本增幅或下降，盈利提升可期。2023年2月28日玻璃、瓦楞纸、铝价格同比下降29%、18%、19%，环比23年1月20日变动+3%、-3%、+1%，较22年均值下降8%、12%、7%。预计23年吨成本涨幅为2%-3%，吨价提升中高个位数，盈利能力有望提升。
- 估值展望：复盘啤酒旺季估值，当前啤酒估值仍具弹性
1) 估值分位数：当前估值对应近3年青啤、重啤、燕京、华润估值分位数为36%、58%、81%、47%，青啤估值分位数相对较低。2) 旺季估值复盘：由于啤酒旺季往往于3月提前启动，3-8月历年啤酒旺季PE可达45-50倍以上，当前大部分酒企仍有30%以上的空间，估值仍具弹性
- 投资建议：看好啤酒β性大行情，首推3月金股青岛啤酒
23年作为啤酒高端化加速年，气温回暖较早或驱动旺季提前，我们看好23年啤酒板块β性大行情，推荐布局啤酒板块，其中首推3月金股青岛啤酒。

行业评级：看好(首次)

分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

研究助理：张家祯
zhangjiazhen@stocke.com.cn

相关报告

青岛啤酒一句话逻辑：估值具性价比的啤酒龙头，气温回暖超预期+现饮场景复苏驱动量超预期，同时受益于啤酒高端化大周期加速演绎，综合驱动业绩超预期。

- **催化剂：**气温持续回暖驱动啤酒动销高增；啤酒高端化升级加速
- **风险提示：**疫情反复影响啤酒动销；高端化升级不及预期

正文目录

1 啤酒高端化加速年，旺季行情有望提前演绎	5
1.1 超预期点：气温回暖较早或驱动旺季提前，3 月后动销有望持续超预期	5
1.2 趋势展望：23 年为啤酒高端化加速年，旺季行情有望提前演绎	6
1.2.1 啤酒旺季行情历经三大阶段，23 年数据验证期有望提前	6
1.2.2 现饮场景恢复，低基数下 3-4 月有望迎销量较快增长	7
1.2.3 高端餐饮及娱乐渠道复苏先行，23 年为啤酒高端化加速年	8
1.2.4 23 年成本增幅或下降，盈利提升可期	8
2 估值展望：复盘啤酒旺季估值，当前啤酒估值仍具弹性	9
3 投资建议：看好啤酒 β 性大行情，首推 3 月金股青岛啤酒	10
4 风险提示	11

图表目录

图 1: 23 年 2 月气温较 22 年 2 月显著升高.....	6
图 2: 啤酒旺季行情历经三大阶段.....	7
图 3: 23 年 1-2 月 PMI 及非制造业 PMI 加速修复.....	8
图 4: 成本结构中包材占比较高.....	9
图 5: 当前包材成本较 22 年同比下行.....	9
表 1: 青岛啤酒 Q3 收入占比与当年 Q3 气温呈正相关.....	5
表 2: 当前啤酒估值仍具弹性.....	10

1 啤酒高端化加速年，旺季行情有望提前演绎

青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒为国内啤酒龙头，23 年啤酒板块高端化大周期加速演绎，气温回暖较早或导致旺季提前，驱动啤酒行业销量持续超预期，进而驱动业绩超预期。

1.1 超预期点：气温回暖较早或驱动旺季提前，3 月后动销有望持续超预期

市场认为：啤酒旺季时点与往年相似，动销恢复主要由场景复苏驱动，淡季气温变动影响有限。

我们认为：除场景恢复外，当前影响啤酒的核心变量为气温，部分区域气温已回升至接近旺季，气温回暖较早将驱动旺季提前到来，有望提振渠道信心，驱动 3 月后啤酒渠道进货及终端动销持续超预期。

啤酒动销与气温相关性高。我们以青岛啤酒为例统计 7-9 月的平均最高气温与 Q3 收入占全年收入比重的相关性，由于青岛啤酒主销区域为沿黄区域，我们整理石家庄、济南、兰州、太原、西安等地的 7-9 月平均最高气温，发现 2011 年至今 7-9 月平均最高气温靠前的 5 个年份中，青啤有 4 年的收入占比为 2011 年以来前五，呈现显著的正相关性。

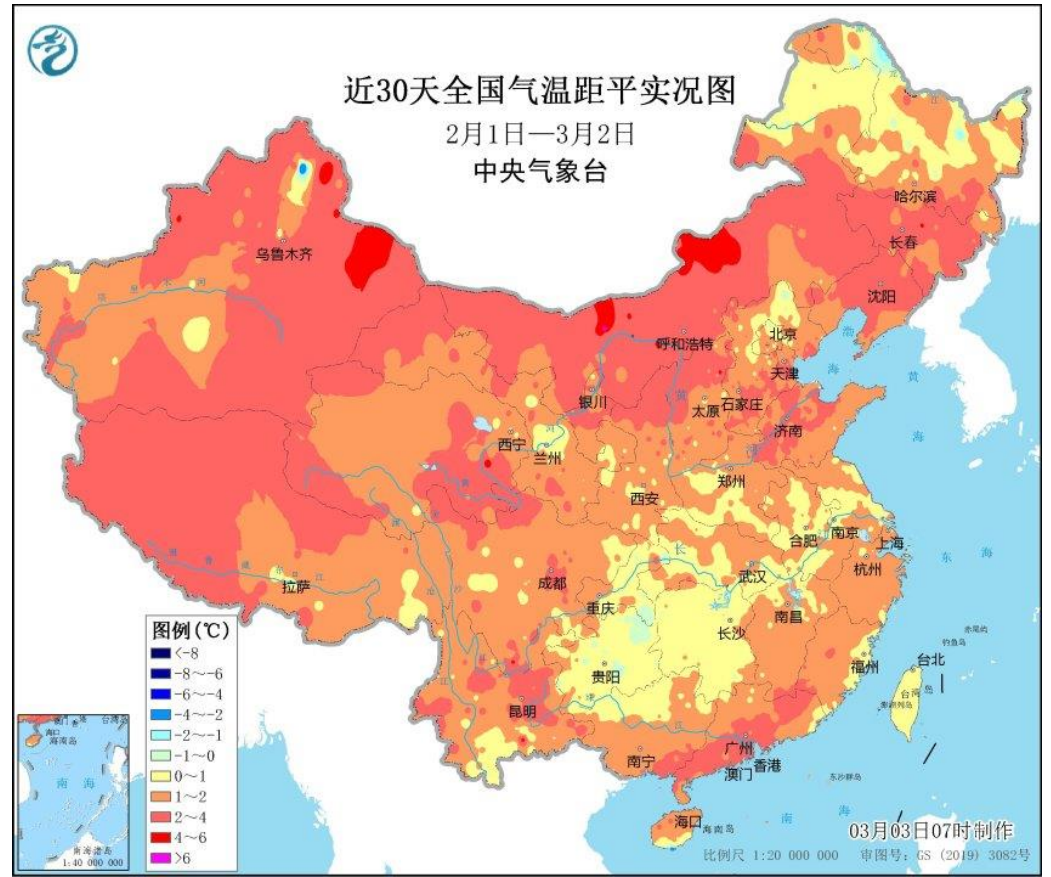
表1：青岛啤酒 Q3 收入占比与当年 Q3 气温呈正相关

年份	7-9月平均日度最高气温(°C)						年份	青岛啤酒		
	石家庄	济南	兰州	太原	西安	沿黄区域		全年收入	Q3收入	Q3收入占比
2011	29.01	28.61	26.62	26.62	27.89	27.75	2011	231.58	71.23	30.76%
2012	29.43	29.13	26.89	26.54	29.38	28.28	2012	257.82	83.90	32.54%
2013	30.05	30.78	27.33	27.76	30.84	29.35	2013	282.91	92.21	32.59%
2014	29.78	29.75	26.67	27.16	29.25	28.52	2014	290.49	87.78	30.22%
2015	29.34	30.03	27.77	27.78	30.45	29.07	2015	276.35	82.48	29.85%
2016	29.77	30.32	29.05	27.70	31.23	29.61	2016	261.06	82.90	31.76%
2017	31.04	30.87	28.02	29.28	31.03	30.05	2017	262.77	83.22	31.67%
2018	30.23	30.87	27.05	27.15	31.60	29.38	2018	265.75	84.87	31.94%
2019	31.14	30.73	27.74	29.23	29.97	29.76	2019	279.84	83.46	29.83%
2020	28.91	28.85	22.28	27.03	28.48	27.11	2020	277.60	87.43	31.50%
2021	29.01	29.22	25.51	27.95	29.37	28.21	2021	301.67	84.80	28.11%

资料来源：wind，浙商证券研究所

气温回暖较早下啤酒 2 月动销恢复超预期，或驱动旺季提前。据我们测算，2 月国内主要省会城市平均气温 9.13 度，同比提升 48%，气温回暖较早，叠加现饮场景恢复，驱动啤酒节后动销超预期，青啤、华润等主要酒企 2 月均取得双位数销量增长。据中央气象台 3.4 最新预测，预计未来一周向暖的趋势还将持续，气温也将一路升高，郑州、济南等地的气温将接近或超过 30°C，中东部大部地区的气温将显著高于常年同期。另据国家气候中心预测，23 年春季全国大部气温偏高，其中四川西部、云南、西藏、甘肃南部、青海大部等地偏高 1~2°C。我们认为气温回暖较早有望提振渠道信心，驱动 3 月后啤酒渠道进货及终端动销持续超预期。

图1: 23年2月气温较22年2月显著升高



资料来源: 中央气象台, 浙商证券研究所

1.2 趋势展望: 23年为啤酒高端化加速年, 旺季行情有望提前演绎

1.2.1 啤酒旺季行情历经三大阶段, 23年数据验证期有望提前

复盘啤酒近年旺季股价变化节奏, 均经历预期先行(2-5月)-数据验证(5-7月)-持续性研判(7-9月)三大阶段。

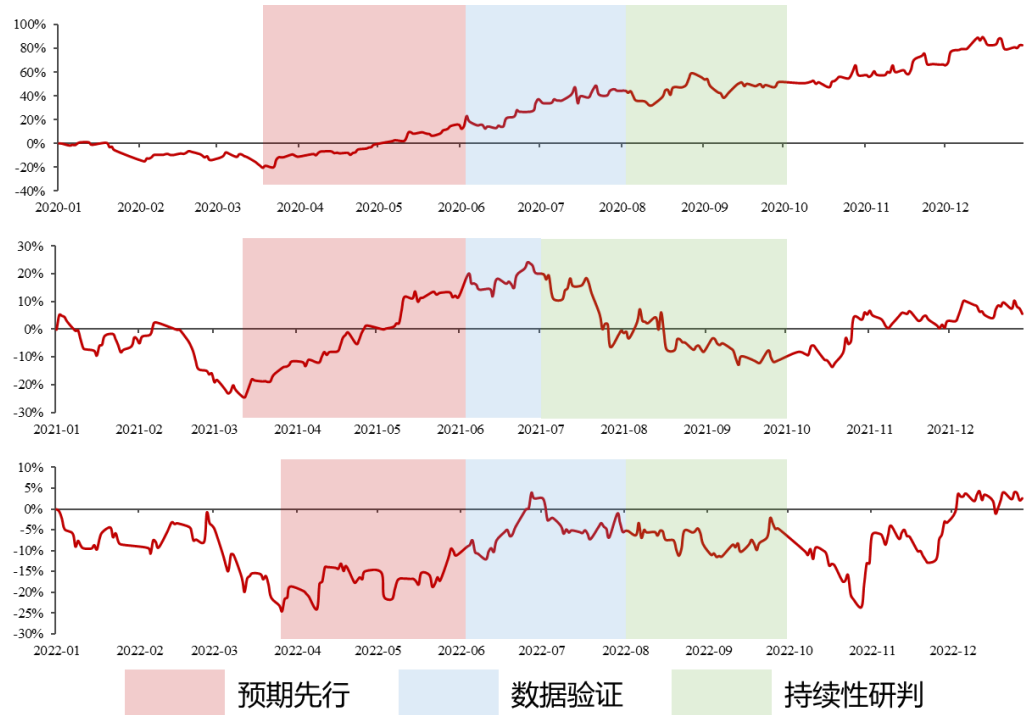
1) 2020年: ①预期先行: 受武汉将于2020年4月8日解封&旺季即将到来催化, 市场预期啤酒动销将迎显著疫后复苏, 啤酒板块自2020年3月24日开始出现强劲反弹; ②数据验证: 疫后复苏强劲, 20Q2重啤、青啤、燕京销量同比变动21.10%、8.27%、6.79%, 板块呈持续上行状态; ③持续性研判: 由于20年疫后消费呈持续恢复状态, 20年下半年啤酒板块稳中有升。

2) 2021年: ①预期先行: 受旺季即将到来催化, 市场预期啤酒动销将迎较快增长, 啤酒板块自2021年3月16日开始出现反弹; ②数据验证: 受疫情再次反复、洪涝灾害影响, 6月-8月旺季动销数据不及预期, 板块自6月30日后出现显著回调; ③持续性研判: 由于21年旺季疫情反复持续, 21年8-9月啤酒板块仍处低位震荡。

3) 2022年: ①预期先行: 受上海将于22年5月底解封&旺季即将到来催化, 市场预期啤酒动销将迎疫后复苏, 啤酒板块自2022年5月10日开始出现显著反弹; ②数据验证: 高温催化下疫后复苏强劲, 22年6月青啤、华润、重啤、燕京销量均呈现较快增长, 板块呈持续上行状态; ③持续性研判: 由于22年旺季高温持续, 22年8-9月啤酒板块维持高位震荡。

我们认为在 23 年气温回暖较早&低基数下，23 年啤酒旺季数据验证期有望提前，啤酒旺季行情或提前演绎。

图2：啤酒旺季行情历经三大阶段



资料来源：wind，浙商证券研究所

1.2.2 现饮场景恢复，低基数下 3-4 月有望迎销量较快增长

啤酒板块现饮渠道占比约 50%，将显著受益于现饮场景恢复。1) 现饮场景恢复较快：预计 2 月娱乐渠道、餐饮渠道同比增长超 20%，现饮场景恢复速度较快，预计青啤 2 月销量增长约 18.5%，动销恢复超预期，且当前库存水平正常。2) 低基数下 3-5 月销量有望迎高增：22 年 3-5 月受疫情影响多地实施封控，22 年 3 月青啤、华润、重啤销量分别呈下滑超 20%、下滑高单位数、持平状态，22 年 4 月青啤、华润、重啤销量分别呈高双位数下滑、双位数下滑、中单位数下滑，青啤、重啤、燕京 22Q2 销量同比+0.47%、+1.84%、-0.71%，低基数下青啤等主要酒企 3-4 月有望迎销量较快增长。

复盘海外疫后恢复，疫情管控放开后啤酒销量均迎显著增长。1) 英国：英国 20 年首提“群体免疫”概念，于 21 年 2 月英国首相公布解封路线图，21 年销量同比增长 12.7%；2) 美国：21 年 4 月开始放开疫情管控，逐步放开自由旅行限制，21 年销量恢复正增长，同比增长 1.1%。3) 日本：日本自 22 年 3 月放开疫情管控，22 年日本前四大啤酒公司实现 3.4 亿箱销量，同比增长 2%，为 18 年来首次出现增长，主因餐饮堂食需求恢复。4) 韩国：韩国自 21 年 11 月调整防疫措施，22 年 4 月全面解除疫情防控，21 年/22 年百威亚太在韩国分别取得高个位数/中个位数增长。5) 印度：印度自 20 年疫情初期尝试取消防疫限制，印度多地于 21 年 6 月进一步放宽防疫限制措施，于 22 年 3 月取消所有防疫限制，21 年印度啤酒销量实现 28.2% 增长，百威亚太 21 年在印度的销量收入&高端及超高端收入均取得强劲的两位数增长，22 年印度在销量方面成为百威五大市场之一且高端及超高端收入较 21 年翻番。

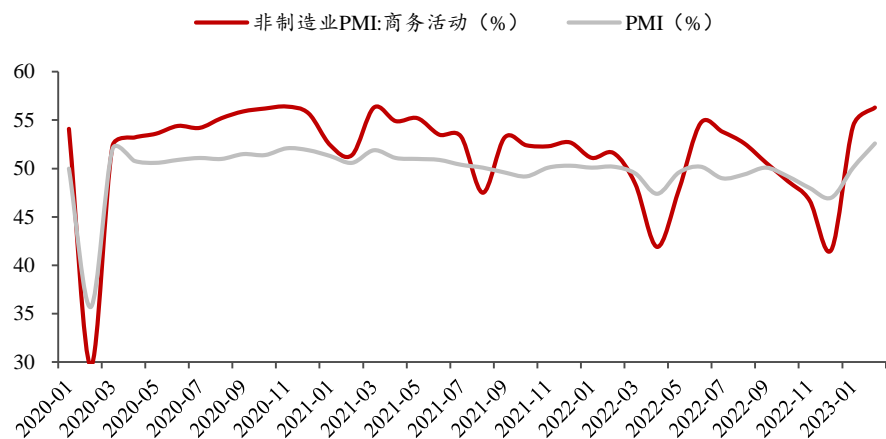
1.2.3 高端餐饮及娱乐渠道复苏先行，23年为啤酒高端化加速年

23年为啤酒高端化加速年，短期看场景修复、中期看消费力恢复、长期看供给驱动。疫情压制下20-22年啤酒高端化升级持续，23年主要酒企高端化升级有望加速，主因：

1) **短期看场景修复**：作为高端啤酒主销场景的高端餐饮及娱乐渠道在20-22年受损严重，23年场景修复下高端化结构升级有望迎回补性加速；2) **中期看消费力恢复**：23年2月PMI、非制造业PMI商务活动分别回升至52.6%、56.3%，复工复产加速，经济及居民消费力持续恢复，将有助于啤酒高端化结构升级；3) **长期看供给驱动**：当前主要酒企战略调整，收缩低端啤酒费用投放，资源聚焦主流及高端大单品，且我国啤酒品类有望向纯生、精酿等高端品类升级，①当前我国纯生品类占比不到5%，参考发达国家普通啤酒-纯生啤酒的升级路径以及日本纯生啤酒45%的占比，纯生品类发展空间较大；②以2023年2月天眼查数据（续存、在业企业数量）为参考，“精酿啤酒”检索结果6058个，“工坊啤酒”检索结果212个，“啤酒馆”+“精酿餐吧”2506个，均有显著增长，精酿啤酒有望迎快速发展。

主流酒企大单品有望维持/恢复较快增长，驱动高端化结构升级。1) 重庆啤酒：23年乌苏有望恢复较快增长；2) 青岛啤酒：23年纯生增速或有望超20%，白啤增速或超40%，经典有望维持高个位数较快增长。

图3：23年1-2月PMI及非制造业PMI加速修复



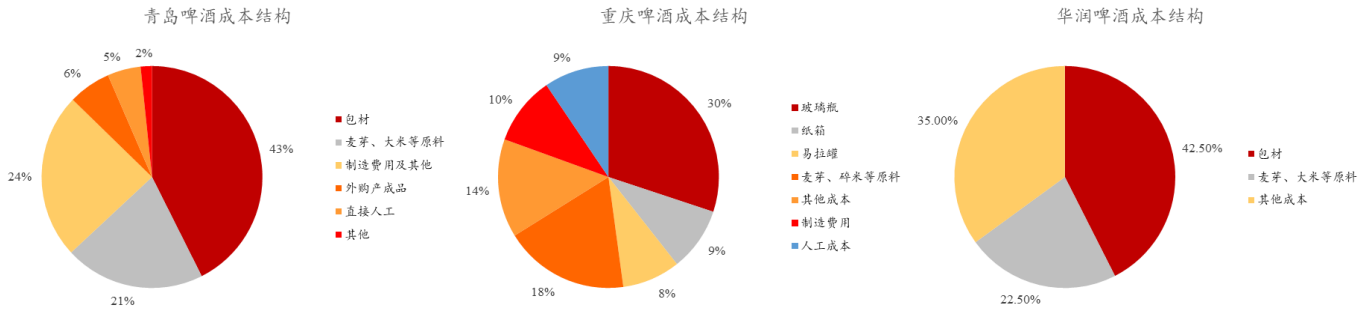
资料来源：wind，浙商证券研究所

1.2.4 23年成本增幅或下降，盈利提升可期

23年成本增幅放缓至低个位数，盈利有望提升。1) **成本走势跟踪**：2023年2月28日玻璃、瓦楞纸、铝价格同比下降29%、18%、19%，环比23年1月20日变动+3%、-3%、+1%，较22年均值下降8%、12%、7%；2022年12月进口大麦价格同比增长38%，环比11月增长4%。当前主要酒企已完成23年度大麦锁价，进口大麦成本同比上涨幅度近20%；玻璃、瓦楞纸、铝材成本均呈现下行趋势；当前能源价格走弱，预计23年运费成本有望持续下降。2) **成本结构一览**：据成本结构拆分，预计当前青啤、华润、重啤包材成本占比约42%-47%，麦芽、大米等原料占比约18%-23%，其中预计大麦成本占比约9%-14%（进口大麦在大麦中占比较高），若包材成本下行，可有效对冲大麦成本上行。

我们预计23年吨成本涨幅为低个位数，成本增幅小于22年，考虑23年吨价提升有望维持中高个位数水平，23年盈利能力有望提升，若包材成本下行或有望贡献业绩弹性。

图4: 成本结构中包材占比较高



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图5: 当前包材成本较22年同比下行

板块	啤酒板块(月末成本同比)			
	大麦	铝	玻璃	瓦楞纸
2022年1月	28%	43%	13%	-3%
2022年2月	22%	34%	13%	-8%
2022年3月	26%	33%	-5%	-10%
2022年4月	23%	15%	-10%	0%
2022年5月	27%	11%	-32%	-9%
2022年6月	23%	4%	-36%	-12%
2022年7月	14%	-7%	-48%	-15%
2022年8月	35%	-10%	-45%	-19%
2022年9月	34%	-20%	-39%	-20%
2022年10月	29%	-13%	-34%	-29%
2022年11月	33%	0%	-22%	-31%
2022年12月	38%	-5%	-25%	-26%
2023年1月	-	-14%	-18%	-16%
2023年2月	-	-19%	-29%	-18%
板块	啤酒板块(月末成本较22年均值比较)			
日期	大麦	铝	玻璃	瓦楞纸
2023年1月	-	-8%	-10%	-9%
2023年2月	-	-7%	-8%	-12%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 估值展望: 复盘啤酒旺季估值, 当前啤酒估值仍具弹性

复盘历年啤酒旺季估值, 当前主要啤酒企业估值仍具弹性。1) 估值分位数: 当前估值对应近3年青啤、重啤、燕京、华润估值分位数为36%、58%、81%、47%, 青啤估值分位数相对较低。2) 旺季估值复盘: 由于啤酒旺季往往于3月提前启动, 3-8月历年啤酒旺季PE可达45-50倍以上, 当前大部分酒企仍有30%以上的空间, 估值仍具弹性。

表2: 当前啤酒估值仍具弹性

	日期	600600.SH 青岛啤酒	600132.SH 重庆啤酒	000729.SZ 燕京啤酒	0291.HK 华润啤酒
当前估值PE (TTM)	2023/3/3	40.52	51.84	111.86	41.20
对应23年估值(wind一致预期)	2023/3/3	36.55	40.56	70.13	29.94
当前估值分位数					
起始日期	截止日期	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	华润啤酒
2022/1/1	2023/3/3	67%	79%	97%	97%
2020/1/1	2023/3/3	36%	58%	81%	47%
2018/1/1	2023/3/3	44%	72%	79%	29%
区间最高PE					
起始日期	截止日期	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	华润啤酒
2018/3/1	2018/8/30	56.40	49.38	160.62	89.89
2019/3/1	2019/8/30	48.26	56.63	141.89	112.74
2020/3/1	2020/8/30	78.48	65.68	84.32	120.61
2021/3/1	2021/8/30	58.83	74.16	300.13	122.82
2022/3/1	2022/8/30	48.90	59.06	88.76	39.93
区间最高PE对应现价空间					
起始日期	截止日期	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	华润啤酒
2018/3/1	2018/8/30	54.31%	21.74%	129.04%	200.25%
2019/3/1	2019/8/30	32.04%	39.61%	102.33%	276.56%
2020/3/1	2020/8/30	114.75%	61.93%	20.24%	302.84%
2021/3/1	2021/8/30	60.97%	82.84%	327.98%	310.21%
2022/3/1	2022/8/30	33.80%	45.61%	26.57%	33.38%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

3 投资建议: 看好啤酒β性大行情, 首推3月金股青岛啤酒

23年作为啤酒高端化加速年, 气温回暖较早或驱动旺季提前, 我们看好23年啤酒板块β性大行情, 推荐布局啤酒板块, 其中首推3月金股青岛啤酒。

青岛啤酒一句话逻辑: 估值具性价比的啤酒龙头, 气温回暖超预期+现饮场景复苏驱动量超预期, 同时受益于啤酒高端化大周期加速演绎, 综合驱动业绩超预期。

市场预期: 啤酒旺季时点与往年相似, 动销恢复主要由场景复苏驱动, 淡季气温变动影响有限。

我们预期: 除场景恢复外, 当前影响啤酒的核心变量为气温, 气温回暖较早将驱动23年旺季提前到来, 有望提振渠道信心, 驱动3月后啤酒渠道进货及终端动销持续超预期, 3-4月低基数下上半年销量快速增长可期。受益于啤酒高端化大周期加速演绎, 纯生、经典、白啤增长有望加速, 推动吨价中高个位数提升, 综合带来收入业绩超预期。

①量超预期驱动因素: 气温回暖较早, 2月国内主要省会城市平均气温为8.83度(+43%), 未来一周郑州、济南等地的气温将接近或超过30℃(已接近旺季气温), 23年旺季有望提前。现饮场景复苏, 23年春节期间全国线下商业支付交易量同比上涨23%。青啤2月动销恢复超预期, 库存水平正常, 渠道信心恢复, 由于22年3-4月受损最为严重, 低基数下高增可期。

②受益于啤酒高端化大周期加速演绎: 我们预计23年白啤、纯生有望实现高增, 经典维持较快增长, 驱动结构升级, 叠加常态化提价, 预计全年吨价有望提升中高个位数。

③玻璃、瓦楞纸、铝材等包材成本若下行, 或贡献额外业绩弹性。

有别于市场认识:

与众不同认识：①气温回暖较早，23年啤酒旺季有望提前，提前进入数据验证期；②23年产品结构升级有望加速，预计23年吨价有望提升中高个位数。

与前不同认识：①现饮场景恢复超预期，2月动销高增；②当前包材成本同比下行，预计23年吨成本涨幅为低个位数，盈利能力提升可期。

未来可能催化剂：旺季动销延续较快增长；②产品结构持续升级；③包材成本下行。

4 风险提示

疫情反复影响啤酒动销：若出现疫情反复，或对啤酒旺季动销产生影响，进而影响啤酒企业业绩。

高端化升级不及预期：若高端化升级受阻，或对啤酒长期增长动力产生影响，进而压制啤酒估值水平。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>