

食品饮料

白酒势能不减，调味品逐渐改善

2024年04月07日

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

叶松霖（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

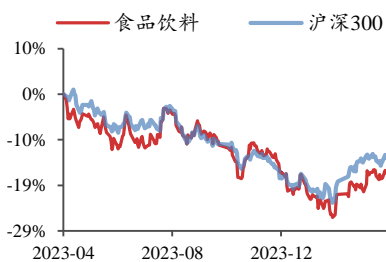
zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

证书编号：S0790524010001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《零食板块双驱动，重视西麦新战略——行业周报》-2024.3.31

《2月电商数据分析：白酒需求韧性较好，大众品有所承压——行业点评报告》-2024.3.24

《白酒积极布局，预制菜加速规范——行业周报》-2024.3.24

● 核心观点：茅台年报增强白酒信心，调味品行业趋势向好

4月1日-4月3日，食品饮料指数涨幅为1.5%，一级子行业排名第18，跑赢沪深300约0.2pct，子行业中其他酒类(+10.6%)、肉制品(+4.5%)、预加工食品(+4.1%)表现相对领先。贵州茅台公布2023年年报，收入利润分别增长18.0%与19.2%，业绩超此前预告。且公告计划2024年营业收入增长15%左右，指引目标并未下调。整体来看年报质量较高，坚定白酒行业发展信心。近期飞天茅台价格略有下行，原因在于节后淡季需求减弱，以及茅台酒市场投放进度加快，但价格仍在可控范围内运行，无须过度担忧。五粮液价格仍较坚挺，是近期白酒市场乐观主要原因。这与五粮液经销商信心与动力增强有关，也与公司淡季严控发货节奏，维护市场渠道秩序有关。当前渠道库存合理，市场需求未有明显变化，市场投放量收缩的情况下，我们预计第八代五粮液价格有持续上行的基础，也给其他品牌白酒减轻了价格压力。建议自上而下关注白酒头部品牌贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等。调味品终端需求正缓慢恢复：一方面餐饮板块相比去年有所改善，如海天和厨邦等品牌在餐饮、团餐等渠道的推广力度稍大，主要在乡镇区域增加了分销渠道；另一方面流通板块需求相对较弱，有部分C端需求转移至B端，以及居民渠道呈现碎片化特征，单个渠道效率运营不高等原因。但竞争格局亦有变化，行业竞争加剧已在预料之中，大流通市场主要由几个大品牌主导。千禾等品牌在流通领域有所扩张，但整体市场培育过程漫长。小品牌面临较大压力，部分品牌转向特殊渠道如预制菜等。其中海天味业渠道改善动作相对明显，对销售人员管理做了调整，如销售人员一对一赋能经销商等。厨邦市场体系相对稳定，餐饮端依靠品鉴会、产品发布会等与餐饮终端发生关联，引导餐饮系统自主报单。建议关注渠道秩序逐渐恢复的龙头海天味业，以及具有改善预期的中炬高新等。

● 推荐组合：五粮液、山西汾酒、贵州茅台、甘源食品

(1) 五粮液：公司严格控货，批价持续上行，渠道信心增加。1618、低度五粮液等非标酒承载更多业绩，公司已步入渠道改善周期。(2) 山西汾酒：汾酒延续景气度，短期春节渠道回款积极，中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(3) 贵州茅台：2023年业绩超预期，公司以i茅台作为营销体制、价格体系和产品体系改革的枢纽，未来将深化改革进程，提价后动能释放，公司此轮周期积蓄的潜力进入释放期。(4) 甘源食品：年内营收仍保持较快增长，零食专卖店、会员店、电商等渠道拓展预期放量。量贩零食赛道头部品牌开始整合，行业仍处红利释放期。

● 风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

目 录

1、每周观点：茅台年报增强白酒信心，调味品行业趋势向好.....	3
2、市场表现：食品饮料跑赢大盘	3
3、上游数据：部分农产品价格涨幅收窄	4
4、酒业数据新闻：i 茅台累计注册用户超 6500 万	6
5、备忘录：关注安琪酵母股东大会	7
6、风险提示	9

图表目录

图 1：食品饮料涨幅为 1.5%，排名 18/28	3
图 2：其他酒类、肉制品、预加工食品表现相对较好	3
图 3：百润股份、华统股份、爱普股份涨幅领先	4
图 4：莲花健康、青岛啤酒、李子园跌幅居前	4
图 5：2024 年 4 月 2 日全脂奶粉中标价同比+6.3%	4
图 6：2024 年 3 月 28 日生鲜乳价格同比-11.1%	4
图 7：2023 年 12 月 15 日猪肉价格同比-16.4%	5
图 8：2023 年 12 月生猪存栏数量同比-4.1%	5
图 9：2024 年 2 月能繁母猪数量同比-6.9%	5
图 10：2024 年 3 月 30 日白条鸡价格同比-2.4%	5
图 11：2024 年 2 月进口大麦价格同比-31.5%	5
图 12：2024 年 2 月进口大麦数量同比+147.8%	5
图 13：2024 年 4 月 3 日大豆现货价同比-16.1%	6
图 14：2024 年 3 月 28 日豆粕平均价同比-12.2%	6
图 15：2024 年 4 月 3 日柳糖价格同比-2.4%	6
图 16：2024 年 3 月 29 日白砂糖零售价同比-1.0%	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注安琪酵母股东大会	7
表 2：关注 4 月 3 日发布的公司报告	7
表 3：重点公司盈利预测及估值	8

1、每周观点：茅台年报增强白酒信心，调味品行业趋势向好

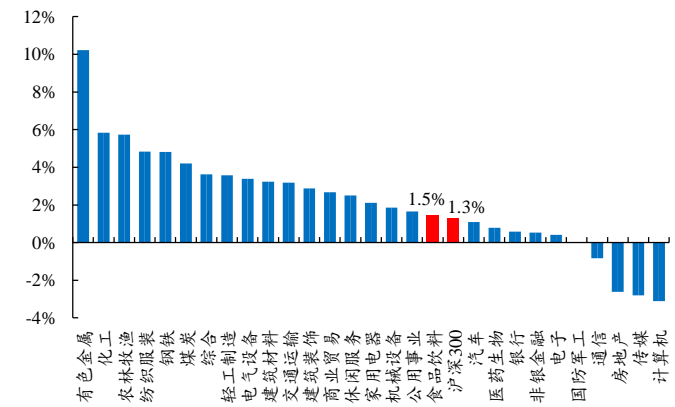
4月1日-4月3日，食品饮料指数涨幅为1.5%，一级子行业排名第18，跑赢沪深300约0.2pct，子行业中其他酒类(+10.6%)、肉制品(+4.5%)、预加工食品(+4.1%)表现相对领先。贵州茅台公布2023年年报，收入利润分别增长18.0%与19.2%，业绩超此前预告。且公告计划2024年营业收入增长15%左右，指引目标并未下调。整体来看年报质量较高，坚定白酒行业发展信心。近期飞天茅台价格略有下行，原因在于节后淡季需求减弱，以及茅台酒市场投放进度加快，但价格仍在可控范围内运行，无须过度担忧。五粮液价格仍较坚挺，是近期白酒市场乐观主要原因。这与五粮液经销商信心与动力增强有关，也与公司淡季严控发货节奏，维护市场渠道秩序有关。当前渠道库存合理，市场需求未有明显变化，市场投放量收缩的情况下，我们预计第八代五粮液价格有持续上行的基础，也给其他品牌白酒减轻了价格压力。建议自上而下关注白酒头部品牌贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等。

调味品终端需求正缓慢恢复：一方面餐饮板块相比去年有所改善，如海天和厨邦等品牌在餐饮、团餐等渠道的推广力度稍大，主要在乡镇区域增加了分销渠道；另一方面流通板块需求相对较弱，有部分C端需求转移至B端，以及居民渠道呈现碎片化特征，单个渠道效率运营不高等原因。但竞争格局亦有变化，行业竞争加剧已在预料之中，大流通市场主要由几个大品牌主导。千禾等品牌在流通领域有所扩张，但整体市场培育过程漫长。小品牌面临较大压力，部分品牌转向特殊渠道如预制菜等。其中海天味业渠道改善动作相对明显，对销售人员管理做了调整，如销售人员一对一赋能经销商等。厨邦市场体系相对稳定，餐饮端依靠品鉴会、产品发布会等与餐饮终端发生关联，引导餐饮系统自主报单。建议关注渠道秩序逐渐恢复的龙头海天味业，以及具有改善预期的中炬高新等。

2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

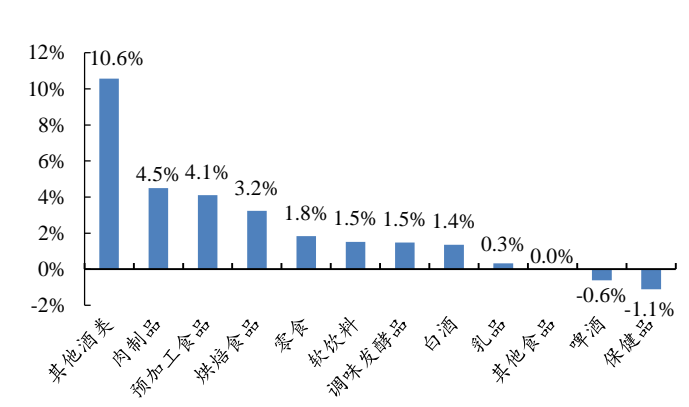
4月1日-4月3日，食品饮料指数涨幅为1.5%，一级子行业排名第18，跑赢沪深300约0.2pct，子行业中其他酒类(+10.6%)、肉制品(+4.5%)、预加工食品(+4.1%)表现相对领先。个股方面，百润股份、华统股份、爱普股份涨幅领先；莲花健康、青岛啤酒、李子园跌幅居前。

图1：食品饮料涨幅为1.5%，排名18/28



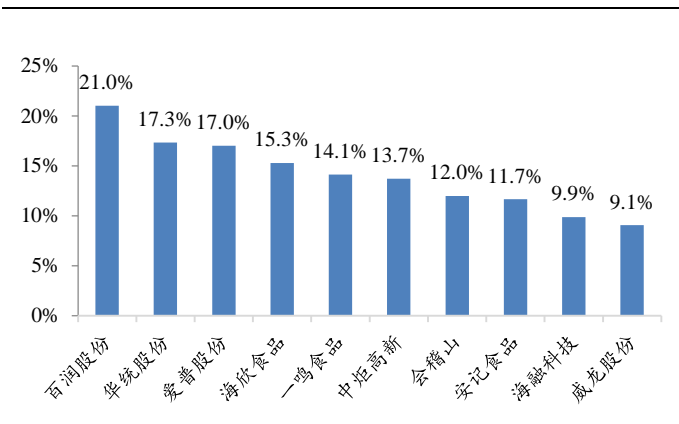
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：其他酒类、肉制品、预加工食品表现相对较好



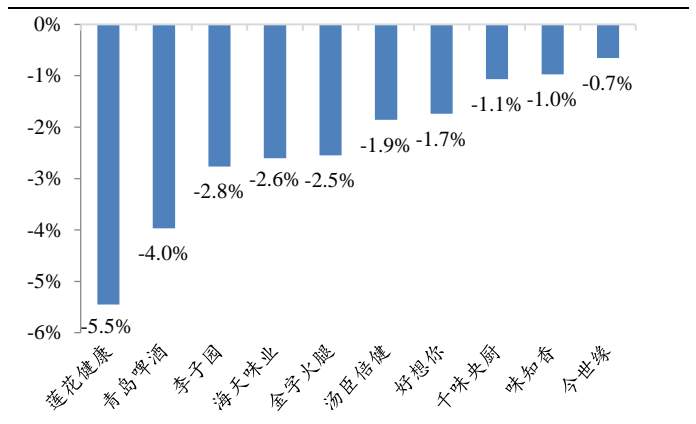
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：百润股份、华统股份、爱普股份涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：莲花健康、青岛啤酒、李子园跌幅居前

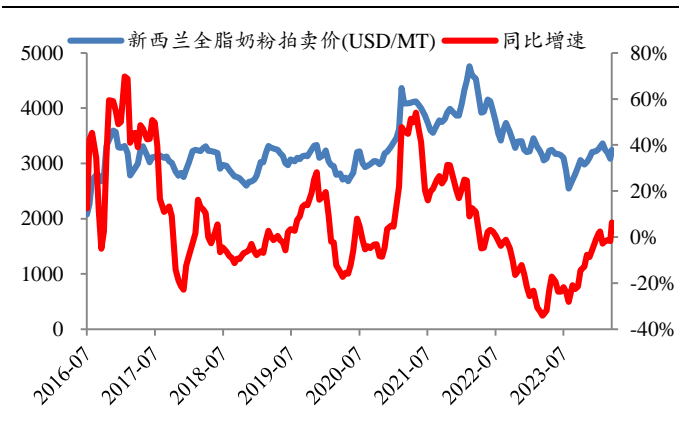


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分农产品价格涨幅收窄

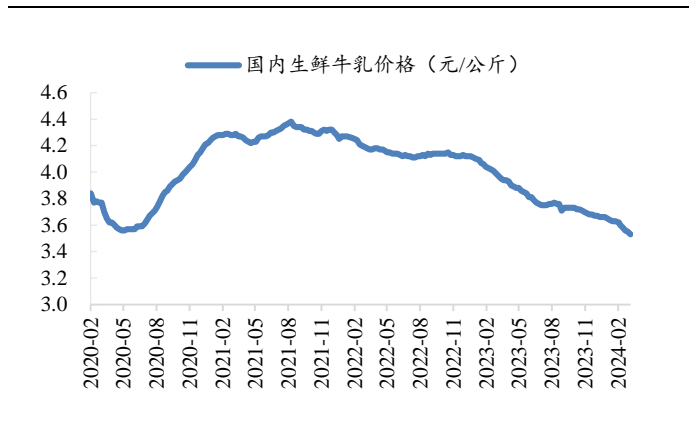
4月2日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3246 美元/吨，环比+5.3%，同比+6.3%，奶价同比上升。3月28日，国内生鲜乳价格 3.5 元/公斤，环比-0.6%，同比-11.1%。中短期看国内奶价已在高位有回落。

图5：2024年4月2日全脂奶粉中标价同比+6.3%



数据来源：GDT、开源证券研究所

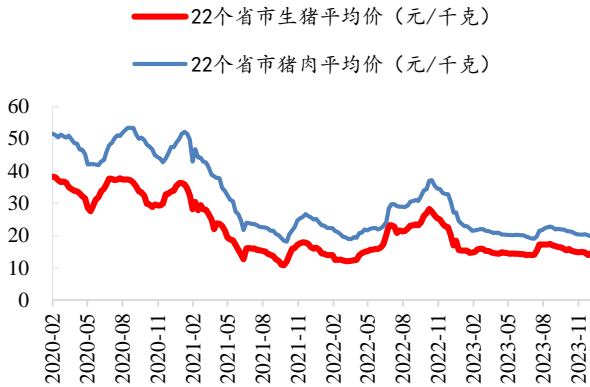
图6：2024年3月28日生鲜乳价格同比-11.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

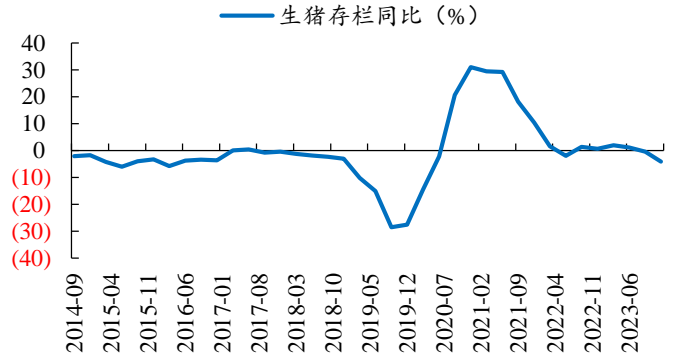
12月15日，生猪价格 14.5 元/公斤，同比-5.5%，环比+3.9%；猪肉价格 19.9 元/公斤，同比-16.4%，环比-1.6%。2024年2月，能繁母猪存栏 4042.0 万头，同比-6.9%，环比-0.6%。2023年12月生猪存栏同比-4.1%。当前看猪价上涨缺乏动力。2024年3月30日，白条鸡价格 17.8 元/公斤，同比-2.4%，环比+0.4%。

图7：2023年12月15日猪肉价格同比-16.4%



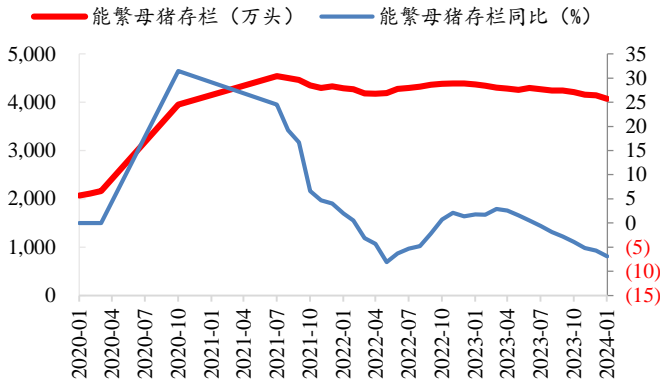
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023年12月生猪存栏数量同比-4.1%



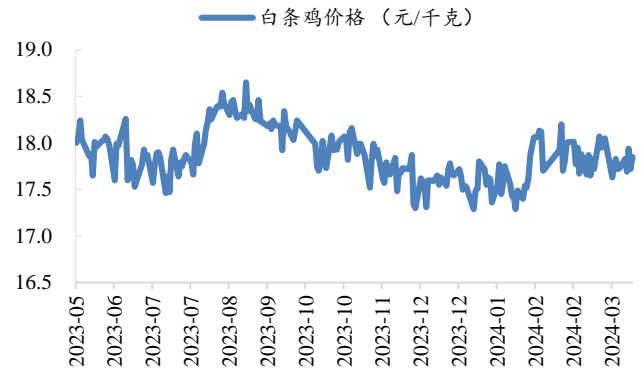
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024年2月能繁母猪数量同比-6.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

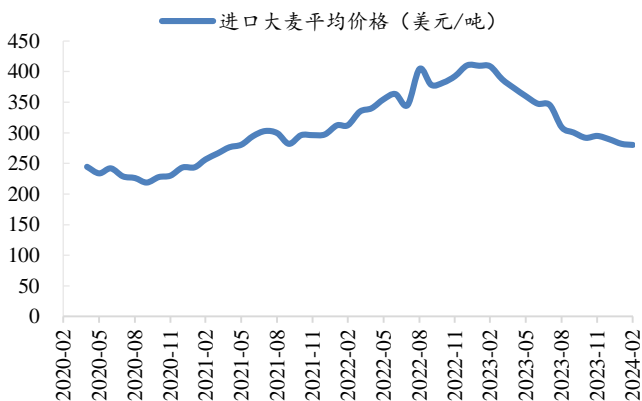
图10：2024年3月30日白条鸡价格同比-2.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024年2月，进口大麦价格280.2美元/吨，同比-31.5%。2024年2月进口大麦数量114.0万吨，同比+147.8%。受益于澳麦双反政策取消，进口大麦数量回升，平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

图11：2024年2月进口大麦价格同比-31.5%



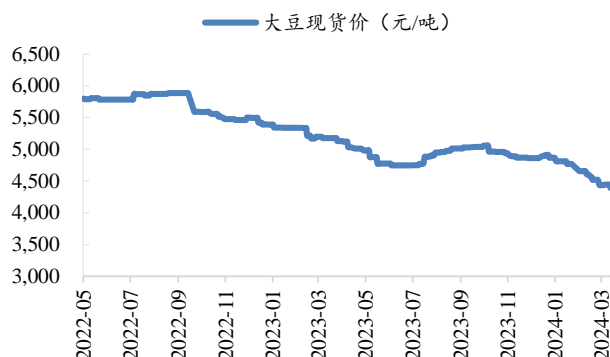
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2024年2月进口大麦数量同比+147.8%

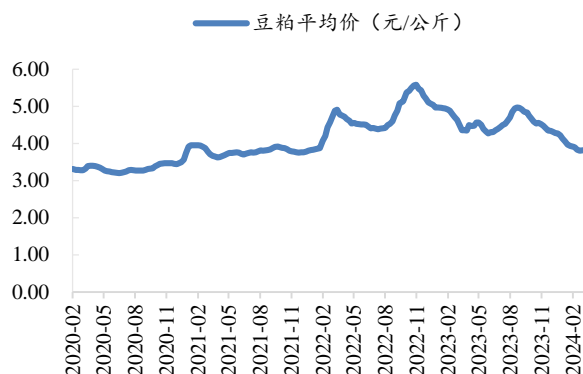


数据来源：Wind、开源证券研究所

4月3日，大豆现货价4345.3元/吨，同比-16.1%。3月28日，豆粕平均价格3.8元/公斤，同比-12.2%。预计2024年大豆价格可能回落。

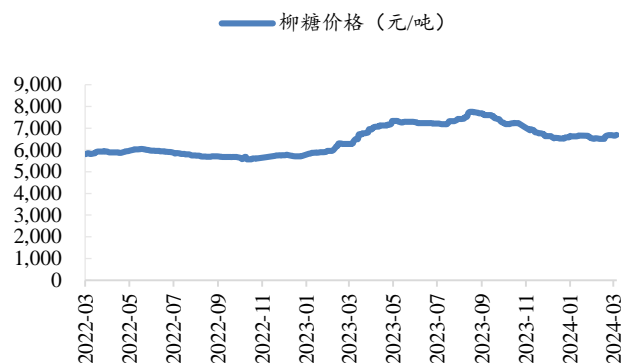
图13：2024年4月3日大豆现货价同比-16.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

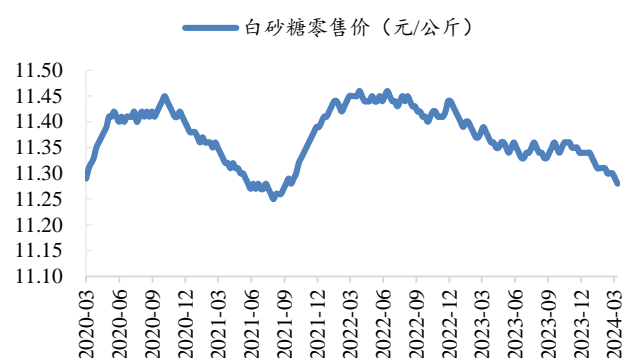
图14：2024年3月28日豆粕平均价同比-12.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4月3日，柳糖价格6770.0元/吨，同比-2.4%；3月29日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比-1.0%。

图15：2024年4月3日柳糖价格同比-2.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024年3月29日白砂糖零售价同比-1.0%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：i茅台累计注册用户超6500万

据茅台时空消息，3月31日，i茅台上线两周年之际，已拥有累计注册用户6500万、近期日活700万。作为i茅台的主导者，茅台集团党委副书记、总经理王莉也表示，茅台数字化转型框架已经形成，已经有能力进入智慧茅台2.0建设时代。2024年将进一步提升i茅台终端能力，逐步形成线上线下融合的终端应用建设模式（来源于酒业家）。

据郎酒股份消息，4月2日，郎酒泸州浓酱兼香产区15万吨勾调酒库建成启用，标志着郎酒兼香储能跃升至35万吨。据悉，郎酒兼香15万吨勾调酒库（二期）项目自2023年5月启动建设，共分为五大功能区，全面运行后，可满足公司未来年包装量30万吨的勾调生产需求（来源于酒业家）。

4月1日，泸州老窖原粮中转仓项目开工仪式在泸州市白酒产业园区举行。据悉，泸州老窖原粮中转仓建设项目占地约54亩，计划总投资2.4亿元。建成投产后，总仓容量将达到8万吨，预计年实现营业收入近3000万元，极大提高酿酒生产原粮保

障力度，成为白酒金三角专业化程度最高、技术水平最先进的专业化酒用粮仓储加工配送一体基地（来源于酒业家）。

5、备忘录：关注安琪酵母股东大会

下周（4月8日-4月14日）将有6家公司召开股东大会，8家公司发布年度报告。

表1：最近重大事件备忘录：关注安琪酵母股东大会

日期	公司	业绩披露	股东会	限售解禁
4月8日	有友食品		重庆市璧山区（14:00）	
4月9日	维维股份		江苏省徐州市（14:00）	
4月9日	桂发祥	年度报告		
4月9日	仲景食品	年度报告		
4月10日	桃李面包		沈阳市沈河区（14:00）	
4月10日	青岛食品	年度报告		
4月10日	李子园	年度报告		
4月10日	安琪酵母		湖北省宜昌市（14:00）	
4月11日	汤臣倍健		广东省珠海市（14:00）	
4月12日	百合股份	年报/一季报		
4月12日	克明食品		河南省驻马店市（15:00）	
4月12日	惠泉啤酒	年度报告		
4月12日	张裕B	年度报告		
4月12日	张裕A	年度报告		

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注4月3日发布的公司报告

报告类型	报告名称	时间
公司报告	新乳业：鲜战略发力，业绩稳健增长	11月16日
公司报告	五粮液：营收环比大幅改善，终端动销质量良好	11月17日
公司报告	古井贡酒：收入势头不减，业绩弹性持续	11月17日
公司报告	重庆啤酒：结构提升放缓，盈利能力平稳	11月17日
公司报告	盐津铺子：渠道产品势能延续，收入利润增速亮眼	11月17日
公司报告	嘉必优：底部改善，变化积极，拐点可期	11月17日
行业周报	白酒价格逻辑得到加强，10月社零数据延续回升态势	11月19日
公司报告	山西汾酒：三季度主动控货，市场良性发展	11月20日
公司报告	泸州老窖：业绩超预期，报表质量高	11月21日
行业周报	茅台特别分红强化价值属性，东鹏新品重点关注	11月26日
行业周报	坚守复苏主线，关注结构性机会	12月3日
行业周报	酒企规划陆续出台，关注白酒配置机会	12月10日
投资策略	坚守复苏主线，关注结构性机会——2024年行业投资策略	12月13日
行业周报	白酒底部渐行渐近，重视板块布局良机	12月17日
行业周报	五粮液渠道信心恢复，名酒仍在良性区间运行	12月24日
行业周报	2023波动中前行，2024关注结构性机会	1月1日
行业周报	关注白酒春节回款，防守思路布局龙头	1月7日

报告类型	报告名称	时间
行业周报	零食延续成长性，白酒关注春节动销	1月14日
行业周报	零食景气度持续，行业仍在红利期	1月21日
公司报告	甘源食品：业绩预告表现亮眼，未来持续增长可期	1月22日
行业周报	春节白酒分化，优先龙头布局	1月28日
行业周报	五粮液提价稳定信心，白酒进入动销高峰期	2月4日
行业周报	春节动销回暖，大众消费更优	2月18日
行业周报	白酒韧性突显，调味品持续改善	2月25日
行业周报	淡季关注渠道秩序，零食板块仍有红利	3月3日
行业点评	白酒淡季提价潮至，重视板块积极变化	3月7日
行业周报	关注糖酒会反馈，重视零食业态红利	3月10日
行业周报	糖酒会反馈：积极的变化，理性的市场	3月17日
公司报告	金徽酒：产品升级持续，省内增长提速	3月19日
行业点评	1-2月社零增速环比回落，大众消费稳步复苏	3月19日
行业周报	白酒积极布局，预制菜加速规范	3月24日
公司报告	舍得酒业：产品结构下移，盈利能力阶段性承压	3月24日
公司报告	预制菜出台国家新标准，行业将向规范化发展	3月24日
公司报告	劲仔食品：鱼制休闲食品细分龙头，产品渠道转型持续高增	3月28日
公司报告	青岛啤酒：结构持续升级，分红率明显提升	3月28日
公司报告	双汇发展：屠宰短期承压，肉制品吨利仍处高位	3月28日
行业周报	零食板块双驱动，重视西麦新战略	3月31日
公司报告	广州酒家：业绩符合快报，餐饮、月饼释放弹性	3月31日
公司报告	欢乐家：双轮驱动稳扎基本盘，多元布局注入新动能	4月1日
公司报告	中炬高新：激励草案正式推出，内部活力有望激发	4月3日
公司报告	重庆啤酒：结构提升放缓，销量恢复增长	4月3日
公司报告	涪陵榨菜：大乌江战略持续推进，2024年盈利能力有望改善	4月3日
公司报告	煌上煌：短期行业承压，稳步拓店静待恢复	4月3日

资料来源：Wind、开源证券研究所

表3：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
			2023A/E	2024E	2025E	2023A/E	2024E	2025E
贵州茅台	买入	1715.1	59.26	69.53	81.27	28.9	24.7	21.1
五粮液	买入	154.6	7.68	8.67	9.81	20.1	17.8	15.8
泸州老窖	买入	192.6	9.16	11.1	13.3	21.0	17.3	14.5
洋河股份	增持	100.0	7.49	8.83	10.57	13.3	11.3	9.5
山西汾酒	买入	253.7	8.52	10.63	13.47	29.8	23.9	18.8
口子窖	增持	41.1	3.14	3.83	4.55	13.1	10.7	9.0
古井贡酒	增持	267.0	8.32	10.67	13.48	32.1	25.0	19.8
金徽酒	增持	20.4	0.65	0.79	1.03	31.3	25.8	19.8
水井坊	增持	48.0	2.63	3.2	3.85	18.3	15.0	12.5
伊利股份	买入	27.7	1.7	1.88	2.11	16.3	14.7	13.1
新乳业	增持	10.7	0.55	0.71	0.91	19.4	15.0	11.7

双汇发展	增持	26.7	1.46	1.57	1.67	18.3	17.0	16.0
中炬高新	增持	28.3	2.16	0.96	1.23	13.1	29.5	23.0
涪陵榨菜	增持	13.5	0.72	0.81	0.9	18.7	16.6	15.0
海天味业	买入	38.6	1.06	1.21	1.39	36.4	31.9	27.7
恒顺醋业	增持	8.2	0.2	0.24	0.29	41.1	34.3	28.3
西麦食品	增持	12.9	0.54	0.64	0.78	23.9	20.2	16.6
桃李面包	买入	6.4	1.01	1.15		6.3	5.6	
嘉必优	买入	14.9	0.53	0.91	1.24	28.1	16.3	12.0
绝味食品	增持	20.2	1.95	1.33	1.58	10.4	15.2	12.8
煌上煌	增持	0.1	0.13	0.18	0.22	1.0	0.7	0.6
广州酒家	增持	17.8	0.97	1.17	1.38	18.4	15.2	12.9
甘源食品	买入	88.3	3.41	4.28	5.29	25.9	20.6	16.7
劲仔食品	增持	14.4	0.46	0.61	0.75	31.3	23.6	19.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024 年 4 月 3 日）

6、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn