

食品饮料

理性看待茅台批价波动，零食淡季现分化

2024年04月14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

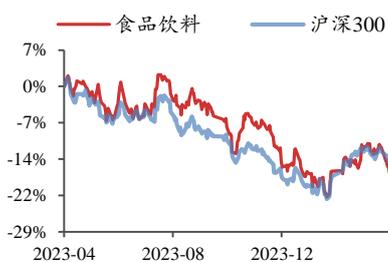
zhanghengwei@kysec.cn

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

《白酒势能不减，调味品逐渐改善—行业周报》-2024.4.7

《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

● 核心观点：淡季批价震荡不影响全年，零食量贩业态仍在红利期

4月8日-4月12日，食品饮料指数跌幅为5.7%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约3.1pct，子行业中其他食品(+0.0%)、肉制品(-0.5%)、软饮料(-1.5%)表现相对领先。本周飞天茅台市场批发价格波动较大，短时间内震动过快引发市场担忧，受此影响白酒板块股价回调较多。近期公司在375ml巽风茅台市场发货量阶段性加大，对500ml标品飞天茅台产生冲击，叠加4月份仍属白酒淡季，市场需求量不多，引发茅台酒价格短期震荡。我们认为本次价格波动不排除主观调控的可能，但通常来说4月份是白酒需求淡季，也是飞天茅台价格的年内低点，叠加375ml茅台酒市场投放量不多，价格变化基本还在可控范围内。公司对于飞天茅台的价格管控能力较强，依靠调整发货节奏基本能起到良好效果。中长期来看，白酒需求呈温和复苏状态，除茅台外，五粮液、国窖等淡季批价仍比较稳定。观测春节、清明等假期居民消费热情较强，白酒需求呈温和复苏状态不变。当前白酒行业自身秩序逐渐向良性发展，看好需求确定背景下后续板块的修复机会。

零食板块淡季动销整体稳定呈平稳趋势。市场品类与品牌产生分化，偏辣卤产品和具有产业链优势的品牌，如盐津铺子等预计受益较大，而传统品类可能略受影响。当前市场个别细分品类销售较好，如鹤鹑蛋、魔芋等。我们观察到消费力下行趋势，消费者更倾向于低价位产品，零食企业为适应市场变化，也增加性价比产品售卖。市场关心的零食量贩系统，竞争较为有序，目前湖南和江西的零食市场接近饱和，其他省份还有渗透率提升空间。小型零食店竞争实力较弱有退出趋势，大型连锁通过合并扩大市场份额，龙头企业还可享受集中度提升红利。部分投资者会担心大型连锁店话语权提升后向厂商施加成本压力，以寻求价格优势。但我们也看到消费者对品牌有更高忠诚度，细分品类的头部品牌企业实际上是与渠道互惠共赢发展。整体来看零食行业仍处于红利期。

● 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年报业绩超预期，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：淡季批价震荡不影响全年，零食量贩业态仍在红利期.....	3
2、市场表现：食品饮料跑输大盘.....	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：2023年茅台1935电商平台销售额同比增161%.....	7
5、备忘录：关注东鹏饮料年度报告.....	7
6、风险提示.....	10

图表目录

图 1：食品饮料跌幅为 5.7%，排名 25/28.....	4
图 2：其他食品、肉制品、软饮料表现相对较好.....	4
图 3：金禾实业、劲仔食品、一鸣食品涨幅领先.....	4
图 4：千味央厨、*ST 麦趣、泸州老窖跌幅居前.....	4
图 5：2024 年 4 月 2 日全脂奶粉中标价同比+6.3%.....	5
图 6：2024 年 4 月 3 日生鲜乳价格同比-11.7%.....	5
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 4 月 6 日白条鸡价格同比-1.9%.....	5
图 11：2024 年 2 月进口大麦价格同比-31.5%.....	6
图 12：2024 年 2 月进口大麦数量同比+147.8%.....	6
图 13：2024 年 4 月 12 日大豆现货价同比-15.4%.....	6
图 14：2024 年 4 月 3 日豆粕平均价同比-12.2%.....	6
图 15：2024 年 4 月 12 日柳糖价格同比-5.0%.....	7
图 16：2024 年 4 月 5 日白砂糖零售价同比-0.9%.....	7
表 1：最近重大事件备忘录：关注东鹏饮料年报披露.....	7
表 2：关注 4 月 7 日发布的行业周报.....	8
表 3：重点公司盈利预测及估值.....	9

1、每周观点：淡季批价震荡不影响全年，零食量贩业态仍在红利期

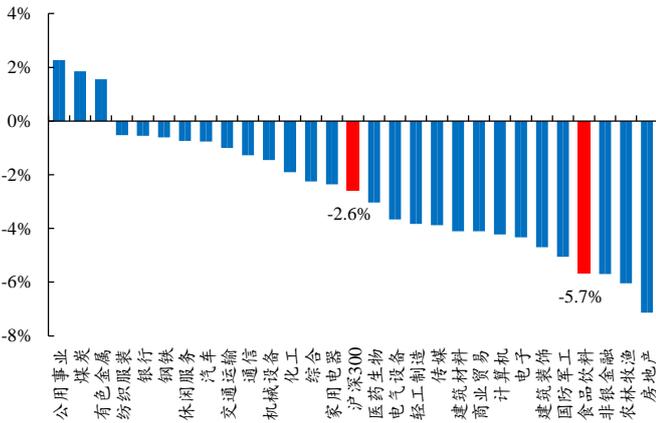
4月8日-4月12日，食品饮料指数跌幅为5.7%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约3.1pct，子行业中其他食品(+0.0%)、肉制品(-0.5%)、软饮料(-1.5%)表现相对领先。本周飞天茅台市场批发价格波动较大，短时间内震动过快引发市场担忧，受此影响白酒板块股价回调较多。近期公司在375ml巽风茅台市场发货量阶段性加大，对500ml标品飞天茅台产生冲击，叠加4月份仍属白酒淡季，市场需求量不多，引发茅台酒价格短期震荡。我们认为本次价格波动不排除主观调控的可能，但通常来说4月份是白酒需求淡季，也是飞天茅台价格的年内低点，叠加375ml茅台酒市场投放量不多，价格变化基本还在可控范围内。公司对于飞天茅台的价格管控能力较强，依靠调整发货节奏基本能起到良好效果。中长期来看，白酒需求呈温和复苏状态，除茅台外，五粮液、国窖等淡季批价仍比较稳定。观测春节、清明等假期居民消费热情较强，白酒需求呈温和复苏状态不变。当前白酒行业自身秩序逐渐向良性发展，看好需求确定背景下后续板块的修复机会。

零食板块淡季动销整体稳定呈平稳趋势。市场品类与品牌产生分化，偏辣卤产品和具有产业链优势的品牌，如盐津铺子等预计受益较大，而传统品类可能略受影响。当前市场个别细分品类销售较好，如鹌鹑蛋、魔芋等。我们观察到消费力下行趋势，消费者更倾向于低价位产品，零食企业为适应市场变化，也增加性价比产品售卖。市场关心的零食量贩系统，竞争较为有序，目前湖南和江西的零食市场接近饱和，其他省份还有渗透率提升空间。小型零食店竞争实力较弱有退出趋势，大型连锁通过合并扩大市场份额，龙头企业还可享受集中度提升红利。部分投资者会担心大型连锁店话语权提升后向厂商施加成本压力，以寻求价格优势。但我们也看到消费者对品牌有更高忠诚度，细分品类的头部品牌企业实际上是与渠道互惠共赢发展。整体来看零食行业仍处于红利期。

2、市场表现：食品饮料跑输大盘

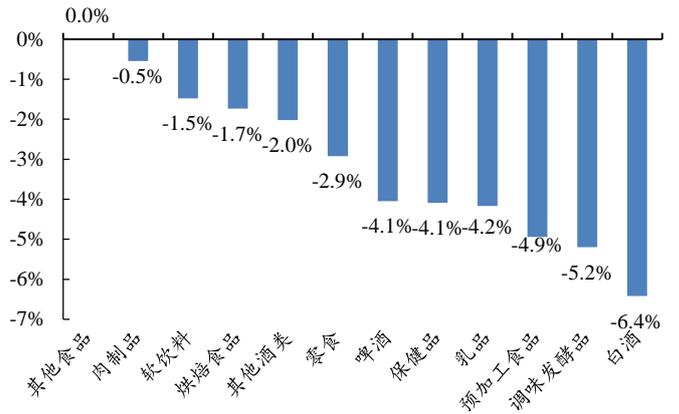
4月8日-4月12日，食品饮料指数跌幅为5.7%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约3.1pct，子行业中其他食品(+0.0%)、肉制品(-0.5%)、软饮料(-1.5%)表现相对领先。个股方面，金禾实业、劲仔食品、一鸣食品涨幅领先；千味央厨、*ST麦趣、泸州老窖跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅为 5.7%，排名 25/28



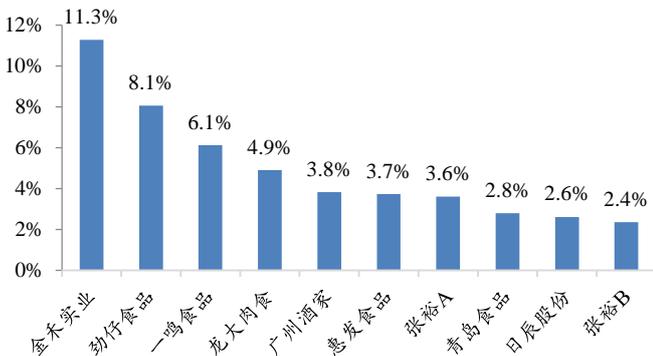
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：其他食品、肉制品、软饮料表现相对较好



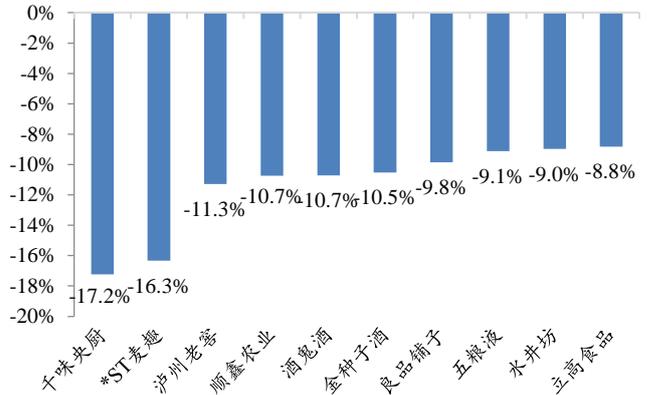
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：金禾实业、劲仔食品、一鸣食品涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：千味央厨、*ST麦趣、泸州老窖跌幅居前

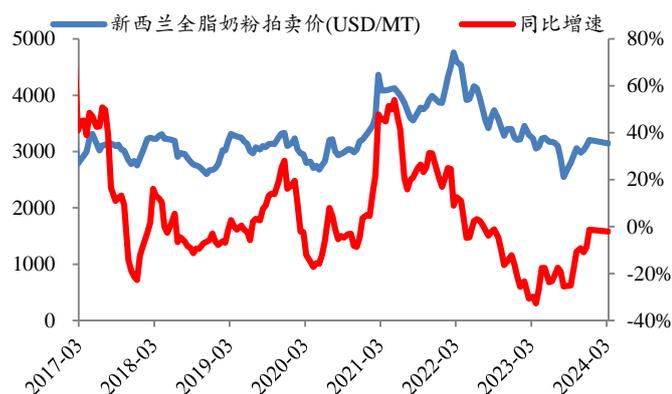


数据来源：Wind、开源证券研究所

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。4月3日，国内生鲜乳价格 3.5 元/公斤，环比-0.9%，同比-11.7%。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

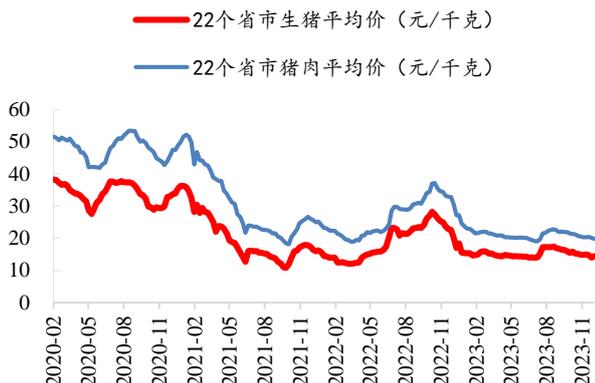
图6：2024年4月3日生鲜乳价格同比-11.7%



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4月6日，白条鸡价格17.7元/公斤，同比-1.9%，环比-0.9%。

图7：2023年12月15日猪肉价格同比-16.4%



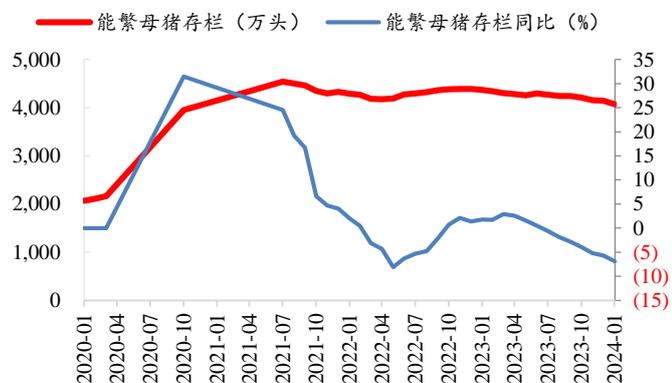
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

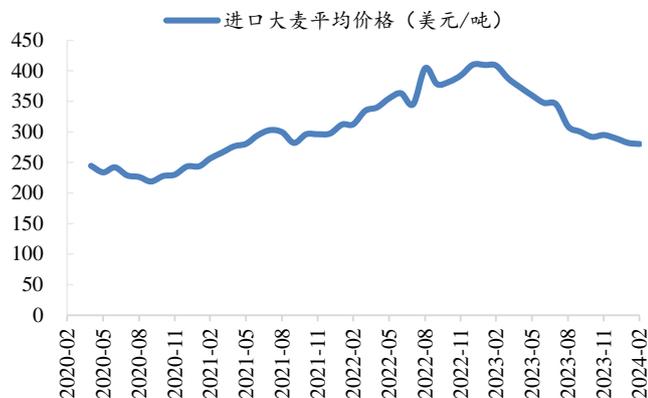
图10：2024年4月6日白条鸡价格同比-1.9%



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

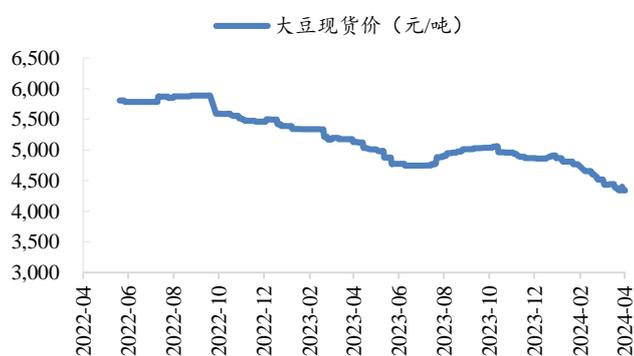
图12：2024年2月进口大麦数量同比+147.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4月12日，大豆现货价4338.4元/吨，同比-15.4%。4月3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12日大豆现货价同比-15.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024年4月3日豆粕平均价同比-12.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4月12日，柳糖价格6695.0元/吨，同比-5.0%；4月5日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比-0.9%。

图15：2024年4月12日柳糖价格同比-5.0%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024年4月5日白砂糖零售价同比-0.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：2023年茅台1935电商平台销售额同比增长161%

4月10日-11日，酱香酒公司在江苏苏州召开营销顾问团第二次会议、电商联谊会、茅台1935重点市场工作会。会议透露，2023年电商联谊会单位全体销售额同比激增17%，刷新历史纪录；茅台1935的销售额同比增长161%。会议要求，要将客户的需求放在首位，持续优化服务，提升消费体验；加强内部管控与技术革新，建立文化传播矩阵，用文化引领为产品赋能；厂商齐抓共管，维护好茅台酱香系列酒电商渠道（来源于微酒）。

近日，南昌市人民政府发布关于印发2024年南昌市重大重点项目计划的通知，共包含1016个项目，其中一项目涉酒：即进贤县李渡酒业公司国宝李渡酒庄年产1.3万吨基酒技改项目，年产酿酒1.3万吨，储酒7.8万吨，预计2025年12月完工，项目总投资50亿元（来源于酒业家）。

近日，宜宾五粮液股份有限公司十万吨生态酿酒项目厂房及配套设施全面封顶。项目位于四川宜宾翠屏区江北北城街道五粮液产业园区红坝新区内，占地16.89万平方米，主要建设内容包含生态酿造车间3栋、收酒房4栋、糠壳蒸煮车间1栋、粮曲库1栋、辅助用房1栋及相关配套设施，建成后该厂房年原浆产量将达到2万吨（来源于微酒）。

5、备忘录：关注东鹏饮料年度报告

下周（4月15日-4月21日）将有9家公司召开股东大会，18家公司发布年度报告。

表1：最近重大事件备忘录：关注东鹏饮料年报披露

日期	公司	业绩披露	股东会	限售解禁
4月15日	泉阳泉	年报/一季报		
4月15日	东鹏饮料	年度报告		
4月16日	燕京啤酒	年度报告		
4月16日	龙大美食	年报/一季报		
4月16日	天润乳业	年度报告		

日期	公司	业绩披露	股东会	限售解禁
4月16日	双汇发展		河南省漯河市(15:30)	
4月16日	盐津铺子		湖南省长沙市(14:00)	
4月16日	欢乐家		广东省湛江市(15:00)	
4月17日	承德露露	年报/一季报		
4月17日	三只松鼠	一季报		
4月17日	立高食品			解禁 3480.47 万股
4月17日	佳隆股份		广东省普宁市(5:00)	
4月18日	兰州黄河	年报/一季报		
4月18日	品渥食品	年度报告		
4月18日	熊猫乳品	年度报告		
4月18日	香飘飘	年报/一季报		
4月19日	天佑德酒	年度报告		
4月19日	仲景食品	一季报		
4月19日	桃李面包	一季报		
4月19日	佳禾食品	年报/一季报		
4月19日	均瑶健康	年度报告		
4月19日	劲仔食品		湖南省长沙市(15:00)	
4月19日	惠发食品		山东省诸城市(14:30)	
4月19日	日辰股份		山东省青岛市(14:00)	
4月19日	金徽酒		甘肃省陇南市(14:00)	
4月20日	黑芝麻	年度报告		
4月20日	阳光乳业	年报/一季报		
4月20日	安琪酵母	一季报		
4月20日	三元股份	年度报告		
4月20日	紫燕食品	年报/一季报		
4月20日	金徽酒	一季报		
4月20日	盖世食品	年度报告		

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注4月7日发布的行业周报

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

报告类型	报告名称	时间
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
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
行业周报	白酒势能不减，调味品逐渐改善	4月7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	1634.0	59.49	70.6	83.21	27.5	23.1	19.6
五粮液	买入	140.5	7.68	8.67	9.81	20.1	17.8	15.8
泸州老窖	买入	170.9	9.16	11.1	13.3	21.0	17.3	14.5
洋河股份	增持	93.5	7.49	8.83	10.57	13.3	11.3	9.5
山西汾酒	买入	240.1	8.52	10.63	13.47	29.8	23.9	18.8

口子窖	增持	37.7	3.14	3.83	4.55	13.1	10.7	9.0
古井贡酒	增持	252.2	8.32	10.67	13.48	32.1	25.0	19.8
金徽酒	增持	19.4	0.65	0.79	1.03	31.3	25.8	19.8
水井坊	增持	43.7	2.63	3.2	3.85	18.3	15.0	12.5
伊利股份	买入	26.6	1.7	1.88	2.11	16.3	14.7	13.1
新乳业	增持	10.2	0.55	0.71	0.91	19.4	15.0	11.7
双汇发展	增持	26.9	1.46	1.57	1.67	18.3	17.0	16.0
中炬高新	增持	26.7	2.16	0.96	1.23	13.1	29.5	23.0
涪陵榨菜	增持	12.7	0.72	0.81	0.9	18.7	16.6	15.0
海天味业	买入	36.2	1.06	1.21	1.39	36.4	31.9	27.7
恒顺醋业	增持	7.9	0.2	0.24	0.29	41.1	34.3	28.3
西麦食品	增持	13.2	0.54	0.64	0.78	23.9	20.2	16.6
桃李面包	买入	6.2	1.01	1.15		6.3	5.6	
嘉必优	买入	13.8	0.53	0.91	1.24	28.1	16.3	12.0
绝味食品	增持	18.9	1.95	1.33	1.58	10.4	15.2	12.8
煌上煌	增持	8.1	0.13	0.18	0.22	1.0	0.7	0.6
广州酒家	增持	18.5	0.97	1.17	1.38	18.4	15.2	12.9
甘源食品	买入	89.6	3.41	4.28	5.29	25.9	20.6	16.7
劲仔食品	增持	15.6	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 12 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

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

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

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