

食品饮料

2024年06月02日

茅台股东会积极表态，白酒建议加大关注

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（联系人）

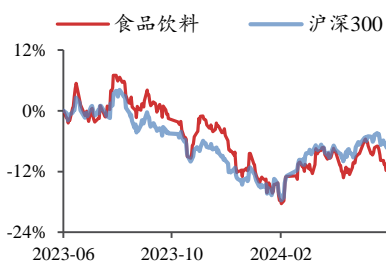
zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790123070080

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业基本面筑底，积极因素正在出现——行业周报》-2024.5.26

《啤酒逐渐进入旺季，关注榨菜改善机会——行业周报》-2024.5.19

《4月电商数据分析：白酒消费稳健，大众品复苏中仍现分化——行业点评报告》-2024.5.15

● 核心观点：贵州茅台行稳致远，行业低位可关注布局

5月27日-5月31日，食品饮料指数跌幅为2.3%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约1.7pct，子行业中其他食品(+0.0%)、调味发酵品(-1.2%)、保健品(-1.4%)表现相对领先。个股方面，*ST西发、西麦食品、三只松鼠涨幅领先；青海春天、春雪食品、莫高股份跌幅居前。受到华南区域雨水天气影响啤酒表现不佳，板块跌幅居前。本周贵州茅台召开股东大会，会议整体基调务实，董事长表达了对茅台酒长远发展的信心与经营理念，从生产质量、品牌建设、企业责任等方面来诠释未来贵州茅台的发展思路。我们认为新董事长酒类从业经验丰富，更多是从市场实际出发，以务实态度来回应当前市场所关心问题，对于公司与行业的可持续发展有着积极正面的影响。当前白酒行业处于淡季，宴席与礼赠市场表现平淡，这也是“淡旺季分化”下新常态的表现，但白酒具有刚性需求，且集中度仍有提升，龙头名酒仍可享受集中度提升红利。从价格带来看，大众消费更多稳定在100-200元价格带，多数地产酒企业首先保证基本盘产品销量稳定，再引导产品结构逐步向上提升。从费用投放情况来看，多数酒企集中在品牌费用和渠道随量费用加大投放，而促销费用更多围绕终端消费者进行培育如品鉴赠酒，扫码开瓶红包等，近几年费用投放更加精准，后续费用率仍有下降空间。白酒估值已接近年初水平，龙头酒企凭借品牌与渠道优势仍可保持稳定增长，且龙头企业均有加大分红趋势，“稳增长，低估值、多分红”可能成为未来一段时间内龙头企业的共性特征。食品饮料处于基本面筑底，市场预期低位阶段，建议加大关注，低位布局。

● 推荐组合：五粮液、山西汾酒、贵州茅台、劲仔食品

(1) 五粮液：2024Q1业绩符合预期，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：一季报营收符合预期，利润超预期。汾酒延续景气度，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：2024Q1营收略超预期，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) 劲仔食品：公司持续保持营收稳定增长，成本回落带来利润弹性，看好公司大单品战略下的中长期发展。

● 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：贵州茅台行稳致远，行业低位可关注布局.....	3
2、市场表现：食品饮料跑输大盘.....	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落.....	4
4、酒业数据新闻：五粮液 10 万吨生态酿酒二期项目计划 12 月投窖.....	7
5、备忘录：关注水井坊 6 月 5 日股东会.....	7
6、风险提示.....	11

图表目录

图 1：食品饮料跌幅为 2.3%，排名 23/28.....	4
图 2：其他食品、调味发酵品、保健品表现相对较好.....	4
图 3：*ST 西发、西麦食品、三只松鼠涨幅领先.....	4
图 4：青海春天、春雪食品、莫高股份跌幅居前.....	4
图 5：2024 年 5 月 21 日全脂奶粉中标价同比+8.2%.....	5
图 6：2024 年 5 月 23 日生鲜乳价格同比-12.7%.....	5
图 7：2023 年 12 月 15 日猪肉价格同比-16.4%.....	5
图 8：2024 年 3 月生猪存栏数量同比-5.2%.....	5
图 9：2024 年 4 月能繁母猪数量同比-6.9%.....	5
图 10：2024 年 5 月 25 日白条鸡价格同比-1.8%.....	5
图 11：2024 年 4 月进口大麦价格同比-26.9%.....	6
图 12：2024 年 4 月进口大麦数量同比+61.0%.....	6
图 13：2024 年 5 月 31 日大豆现货价同比-9.8%.....	6
图 14：2024 年 5 月 23 日豆粕均价同比-16.7%.....	6
图 15：2024 年 5 月 31 日柳糖价格同比-9.6%.....	7
图 16：2024 年 5 月 24 日白砂糖零售价同比-0.8%.....	7
表 1：关注水井坊 6 月 5 日股东会.....	7
表 2：关注 5 月 26 日发布的行业周报.....	8
表 3：重点公司盈利预测及估值.....	10

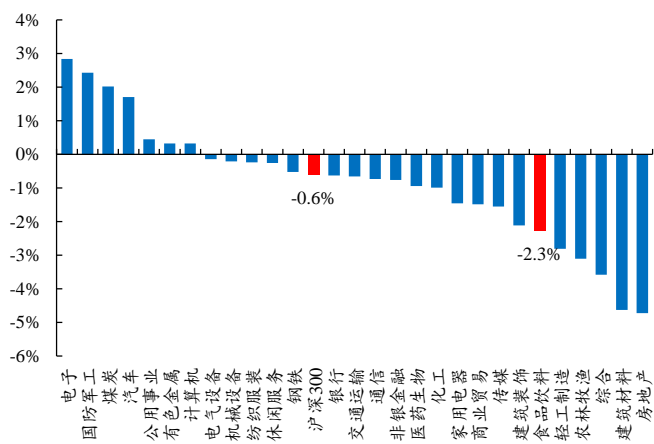
1、每周观点：贵州茅台行稳致远，行业低位可关注布局

5月27日-5月31日，食品饮料指数跌幅为2.3%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约1.7pct，子行业中其他食品(+0.0%)、调味发酵品(-1.2%)、保健品(-1.4%)表现相对领先。个股方面，*ST西发、西麦食品、三只松鼠涨幅领先；青海春天、春雪食品、莫高股份跌幅居前。受到华南区域雨水天气影响啤酒表现不佳，板块跌幅居前。本周贵州茅台召开股东大会，会议整体基调务实，董事长表达了对茅台酒长远发展的信心与经营理念，从生产质量、品牌建设、企业责任等方面来诠释未来贵州茅台的发展思路。我们认为新董事长酒类从业经验丰富，更多是从市场实际出发，以务实态度来回应当前市场所关心问题，对于公司与行业的可持续发展有着积极正面的影响。当前白酒行业处于淡季，宴席与礼赠市场表现平淡，这也是“淡旺季分化”下新常态的表现，但白酒具有刚性需求，且集中度仍有提升，龙头名酒仍可享受集中度提升红利。从价格带来看，大众消费更多稳定在100-200元价格带，多数地产酒企业首先保证基本盘产品销量稳定，再引导产品结构逐步向上提升。从费用投放情况来看，多数酒企集中在品牌费用和渠道随量费用加大投放，而促销费用更多围绕终端消费者进行培育如品鉴赠酒，扫码开瓶红包等，近几年费用投放更加精准，后续费用率仍有下降空间。白酒估值已接近年初水平，龙头酒企凭借品牌与渠道优势仍可保持稳定增长，且龙头企业均有加大分红趋势，“稳增长，低估值、多分红”可能成为未来一段时间内龙头企业的共性特征。食品饮料处于基本面筑底，市场预期低位阶段，建议加大关注，低位布局。

2、市场表现：食品饮料跑输大盘

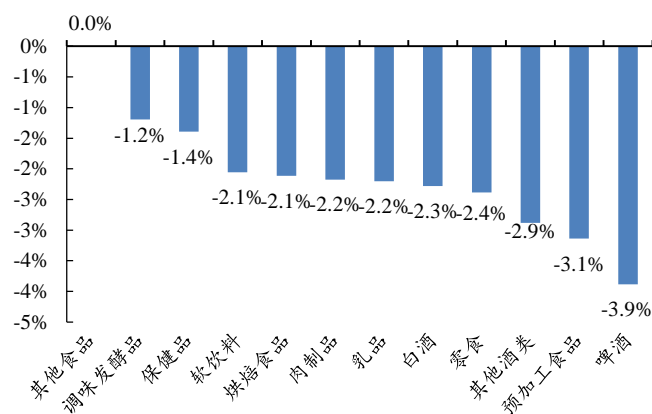
5月27日-5月31日，食品饮料指数跌幅为2.3%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约1.7pct，子行业中其他食品(+0.0%)、调味发酵品(-1.2%)、保健品(-1.4%)表现相对领先。个股方面，*ST西发、西麦食品、三只松鼠涨幅领先；青海春天、春雪食品、莫高股份跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅为2.3%，排名23/28



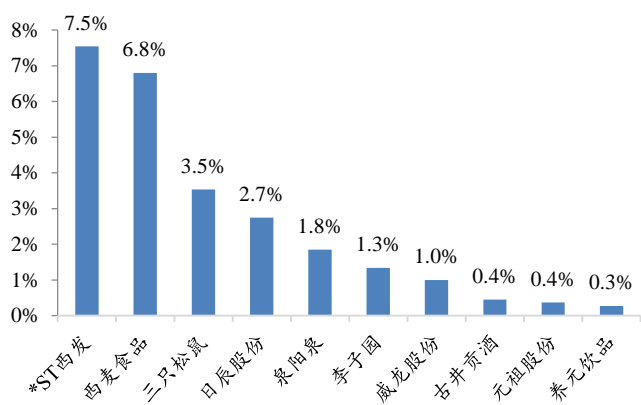
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：其他食品、调味发酵品、保健品表现相对较好



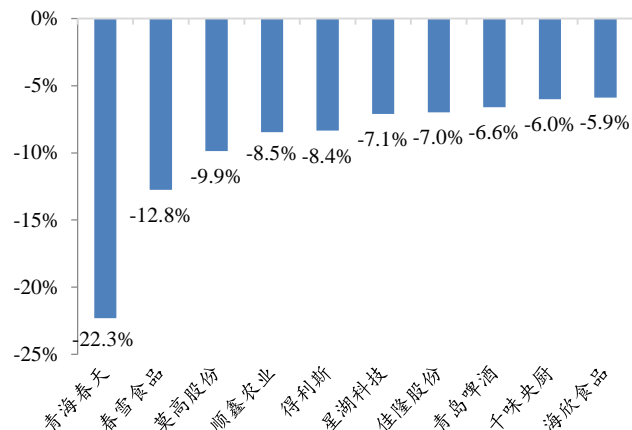
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：*ST西发、西麦食品、三只松鼠涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：青海春天、春雪食品、莫高股份跌幅居前

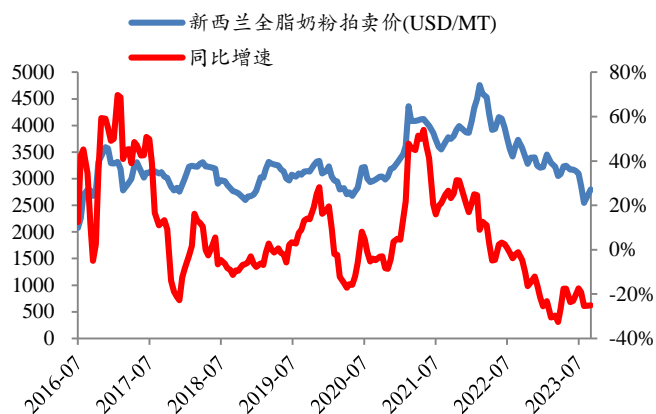


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

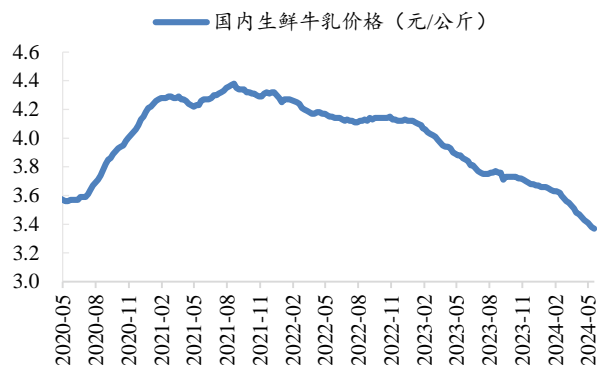
5月21日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3408 美元/吨，环比+1.7%，同比+8.2%，奶价同比上升。5月23日，国内生鲜乳价格 3.4 元/公斤，环比-0.3%，同比-12.7%。中短期看国内奶价已在高位有回落。

图5：2024年5月21日全脂奶粉中标价同比+8.2%



数据来源：GDT、开源证券研究所

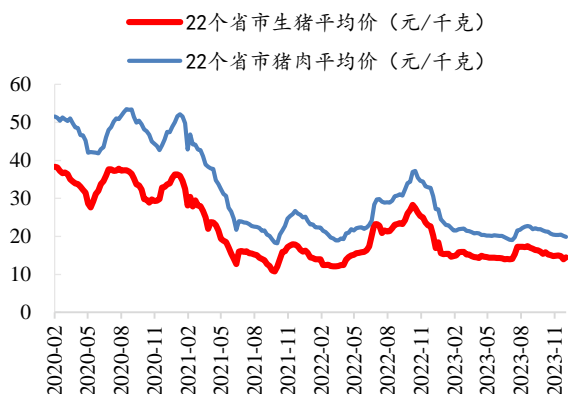
图6：2024年5月23日生鲜乳价格同比-12.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

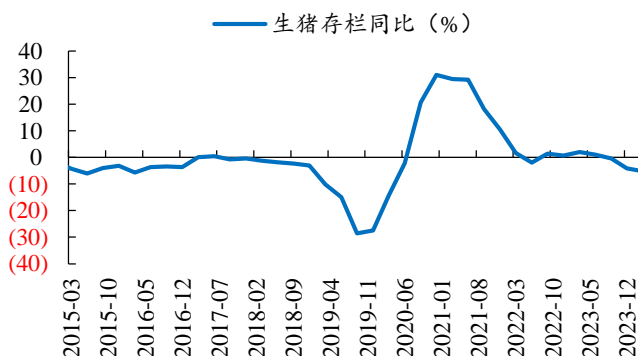
12月15日，生猪价格14.5元/公斤，同比-5.5%，环比+3.9%；猪肉价格19.9元/公斤，同比-16.4%，环比-1.6%。2024年4月，能繁母猪存栏3986.0万头，同比-6.9%，环比-0.1%。2024年3月生猪存栏同比-5.2%。2024年5月25日，白条鸡价格17.7元/公斤，同比-1.8%，环比-0.1%。

图7：2023年12月15日猪肉价格同比-16.4%



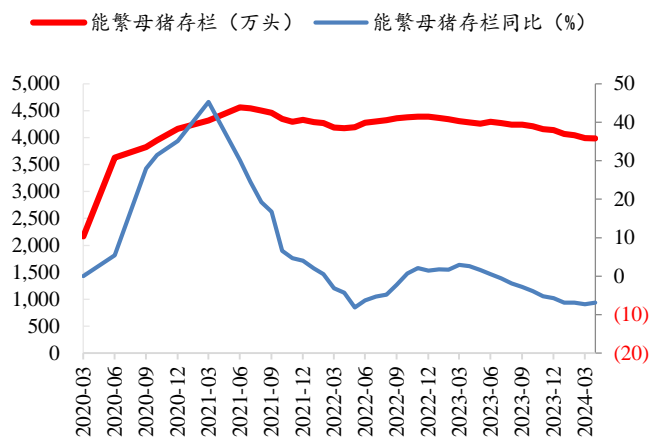
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年3月生猪存栏数量同比-5.2%



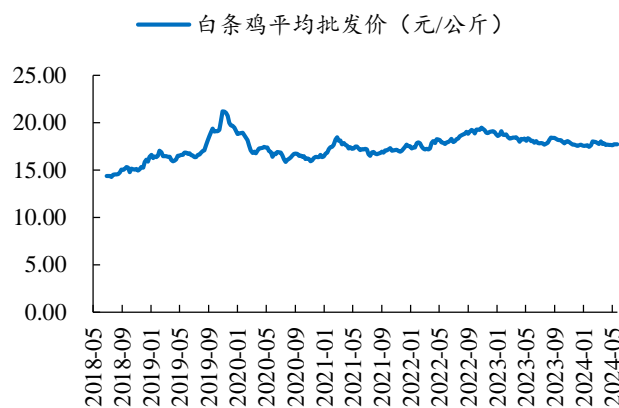
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024年4月能繁母猪数量同比-6.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

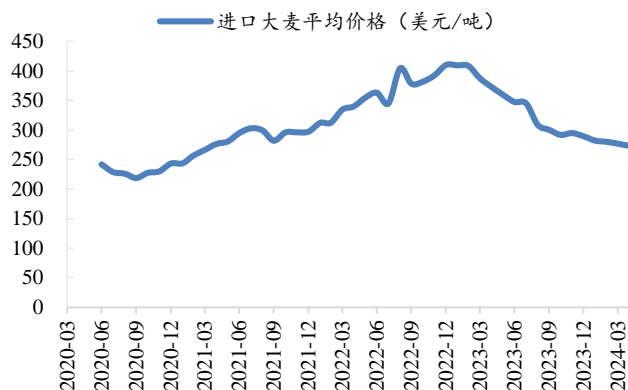
图10：2024年5月25日白条鸡价格同比-1.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

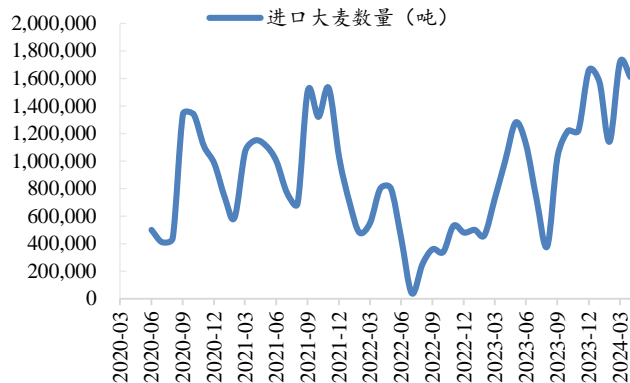
2024年4月，进口大麦价格273.1美元/吨，同比-26.9%。2024年4月进口大麦数量161.0万吨，同比+61.0%。受益于澳麦双反政策取消，进口大麦数量回升，平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

图11：2024年4月进口大麦价格同比-26.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

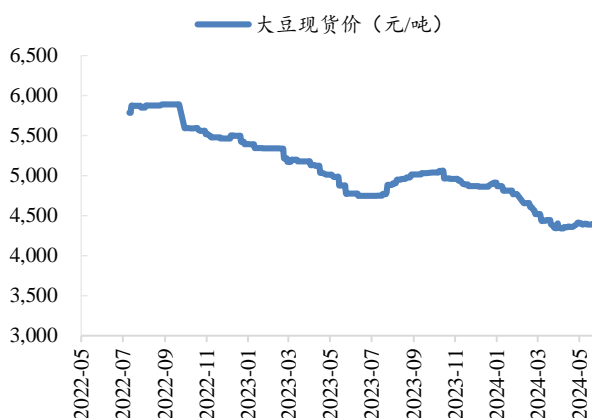
图12：2024年4月进口大麦数量同比+61.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

5月31日，大豆现货价4386.8元/吨，同比-9.8%。5月23日，豆粕平均价格3.8元/公斤，同比-16.7%。预计2024年大豆价格可能回落。

图13：2024年5月31日大豆现货价同比-9.8%



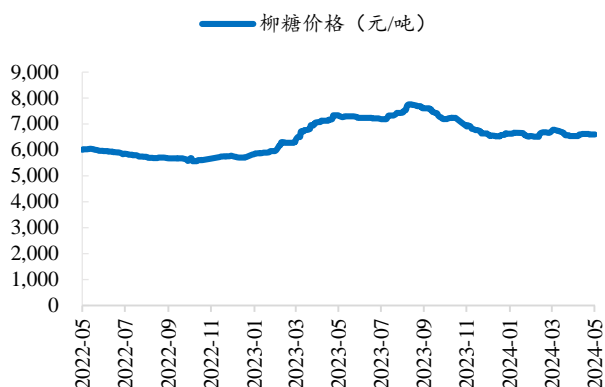
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024年5月23日豆粕平均价同比-16.7%

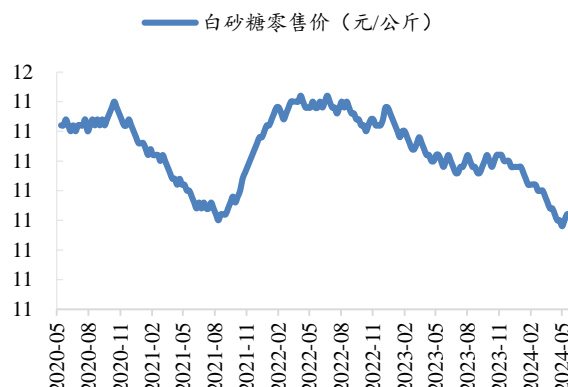


数据来源：Wind、开源证券研究所

5月31日，柳糖价格6590.0元/吨，同比-9.6%；5月24日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比-0.8%。

图15：2024年5月31日柳糖价格同比-9.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024年5月24日白砂糖零售价同比-0.8%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：五粮液 10 万吨生态酿酒二期项目计划 12 月投窖

5月27日，五粮液表示，10万吨生态酿酒项目(一期)已于2023年12月逐步投窖，10万吨生态酿酒项目(二期)预计2024年12月逐步投窖。同时提到，2024年将继续保持两位数增长。产能配套方面，酿酒专用粮工艺仓及磨粉自动化改造项目已竣工投用；勾储酒库项目、智能立体库已建成并投入试运行；制曲车间扩能项目主体已竣工，正在进行设备安装；成品酒包装及集中式污水处理项目正在推进项目建设，预计2024年12月底建成投用。(来源于微酒)

5月26日，迎春酒集团新厂区建设项目开工。该项目位于廊坊市安次区码头镇，规划项目新征土地约271.3亩，总占地面积约为15万平方米，总投资预计达到10亿元。新厂区将集生产、研发、办公、仓储和观光于一体，致力于打造现代化、高效益、绿色环保的综合性酿酒基地。(来源于微酒)

5月28日，泸州老窖回复称，截至2023年底，公司现有基酒总产能17万吨，泸州老窖智能酿造技改项目(一期)将新增8万吨基酒产能，该项目目前正在建设中。(来源于酒业家)

5、备忘录：关注水井坊6月5日股东会

下周(6月3日-6月9日)将有7家公司召开股东大会，3家公司限售解禁。

表1：关注水井坊6月5日股东会

日期	公司	股东会	限售解禁
6月3日	仲景食品	河南省西峡县 (15:30)	
6月3日	佳禾食品	江苏省苏州市 (14:00)	
6月4日	海融科技		解禁 1620 万股
6月4日	欢乐家		解禁 30853.38 万股
6月5日	水井坊	四川省成都市 (9:30)	
6月6日	口子窖		解禁 125.37 万股
6月7日	洋河股份	江苏省宿迁市 (9:30)	

日期	公司	股东会	限售解禁
6月7日	上海梅林	上海市杨浦区（14：00）	
6月7日	莲花控股	河南省项城市（15：00）	
6月7日	金种子酒	安徽省阜阳市（14：00）	

资料来源：开源证券研究所

表2：关注5月26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
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

报告类型	报告名称	时间
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
行业周报	理性看待茅台批价波动，零食淡季现分化	4月14日
公司报告	东鹏饮料：2023年高速增长，2024年势头良好	4月17日
行业点评	3月社零增速环比放缓，淡季需求季节性波动	4月17日
行业周报	白酒保持稳定，3月淡季社零数据放缓	4月21日
公司报告	安琪酵母：国际市场较快增长，关注国内需求拐点	4月23日
公司报告	东鹏饮料：开局良好，新品可期	4月23日
公司报告	金徽酒：产品结构升级持续，省内竞争优势扩大	4月23日
公司报告	双汇发展：屠宰业务承压，肉制品吨利高位	4月24日
公司报告	得利斯：预制菜业务增长可期，BC端渠道拓展较快	4月25日
公司报告	中炬高新：内部管理成效显现，2024Q1利润表现超预期	4月25日
公司报告	甘源食品：2023年顺利收官，展望未来高速增长	4月26日
公司报告	劲仔食品：业绩符合预期，利润亮眼增长	4月26日
行业周报	食品饮料具备业绩支撑，一季度基金加配受青睐	4月28日
公司报告	新乳业：主业稳步增长，净利率持续提升	4月28日
公司报告	五芳斋：粽子主业稳健前行，股息率明显提升	4月28日
公司报告	欢乐家：椰子汁主业提速发展，新增长点坚定投入	4月29日
公司报告	味知香：业绩承压，产能陆续释放，静待改善	4月29日
公司报告	舍得酒业：夯实基础，稳中求进	4月29日
公司报告	西麦食品：燕麦主业提质增速，新产品、新渠道贡献增量	4月29日
公司报告	山西汾酒：成长势能不减，业绩弹性持续	4月29日
公司报告	2024Q1成本红利开始释放，收入利润超预期	4月30日
公司报告	嘉必优：开局形势良好，底部持续改善	4月30日
公司报告	涪陵榨菜：Q1营收短期承压，Q2成本红利有望逐步释放	4月30日
公司报告	海天味业：2024Q1收入恢复双位数正增，盈利能力略有改善	4月30日
公司报告	泸州老窖：收入增速行业前列，盈利能力持续提升	5月1日
公司报告	绝味食品：同店仍有承压，利润明显恢复	5月2日
公司报告	青岛啤酒：高基数下销量短期承压，关注赛事催化和旺季表现	5月2日
公司报告	恒顺醋业：一季度业绩承压，公司积极调整	5月2日
公司报告	国联水产：预制菜增速稳健，B端客户持续开拓	5月2日
公司报告	贵州茅台：收入高增势头不减，市场化改革进程持续	5月2日
公司报告	煌上煌：利润已实现扭亏，静待同店持续恢复	5月2日
公司报告	立高食品：盈利能力改善释放利润弹性，期待冷冻烘焙恢复	5月2日
公司报告	重庆啤酒：一季度开局良好，关注旺季表现和赛事催化	5月2日
公司报告	古井贡酒：成长劲头十足，盈利弹性释放	5月2日

报告类型	报告名称	时间
公司报告	洋河股份：营收平稳增长，股息率具有吸引力	5月3日
公司报告	伊利股份：营收承压，净利率提升	5月4日
公司报告	五粮液：业绩稳健，核心矛盾明显改善	5月4日
行业周报	一季报白酒业绩稳健，大众品复苏中仍现分化	5月5日
公司报告	口子窖：品牌韧性仍在，估值有修复空间	5月6日
行业报告	白酒势能不减，大众品枯木逢春	5月9日
行业周报	一季报白酒业绩稳健，大众品复苏中仍现分化	5月12日
公司报告	瑞幸咖啡：大众现磨咖啡引领者，乘行业东风顺势崛起	5月15日
行业点评	4月电商数据分析：白酒消费稳健，大众品复苏中仍现分化	5月15日
行业周报	啤酒逐渐进入旺季，关注榨菜改善机会	5月19日
公司报告	龙大美食：“一体两翼”新布局，全面发力预制菜	5月20日
行业周报	行业基本面筑底，积极因素正在出现	5月26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		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	买入	1648.5	70.60	83.21	97.21	23.3	19.8	17.0
五粮液	买入	146.7	8.88	10.13	11.38	16.5	14.5	12.9
泸州老窖	买入	174.9	11.18	13.60	16.28	15.6	12.9	10.7
洋河股份	增持	93.3	7.37	8.29	9.36	12.7	11.3	10.0
山西汾酒	买入	241.3	10.69	13.30	16.77	22.6	18.1	14.4
口子窖	增持	42.0	3.27	3.74	4.31	13.4	11.7	10.1
古井贡酒	增持	250.7	11.16	13.94	17.51	22.5	18.0	14.3
金徽酒	增持	20.5	0.79	1.03	1.32	26.0	19.9	15.6
水井坊	增持	45.2	3.20	3.85		14.1	11.7	
伊利股份	买入	28.3	2.04	1.94	2.16	13.9	14.6	13.1
新乳业	增持	10.3	0.65	0.78	0.96	15.9	13.2	10.8
双汇发展	增持	25.3	1.57	1.67	1.78	16.1	15.2	14.2
中炬高新	增持	26.4	1.02	1.24	1.57	25.9	21.3	16.8
涪陵榨菜	增持	13.8	0.81	0.90	1.00	17.0	15.3	13.8
海天味业	买入	35.8	1.12	1.28	1.47	32.0	28.0	24.4
恒顺醋业	增持	7.9	0.13	0.15	0.19	61.0	52.9	41.7
西麦食品	增持	15.4	0.62	0.74	0.88	24.8	20.8	17.5
桃李面包	买入	6.0	1.15			5.2		
嘉必优	买入	15.6	0.68	0.89	1.14	22.9	17.5	13.7
绝味食品	增持	18.5	1.07	1.25	1.42	17.3	14.8	13.0
煌上煌	增持	7.7	0.18	0.23	0.31	42.8	33.5	24.8
广州酒家	增持	17.4	1.17	1.38	1.58	14.8	12.6	11.0
甘源食品	买入	72.4	4.63	5.85	7.22	15.6	12.4	10.0
劲仔食品	增持	13.1	0.70	0.88	1.08	18.7	14.9	12.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2024年5月31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R3（中风险），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C3、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C3、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