

食品饮料

2024 年 06 月 16 日

茅台酒批价接近底部，大众品渐进式复苏

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（联系人）

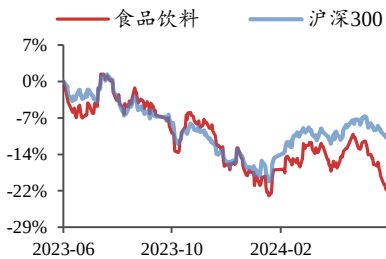
zhangyuguang@kysec.cn

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

《关注白酒边际变化，零食全年仍可布局——行业周报》-2024.6.10

《茅台股东会积极表态，白酒建议加大关注——行业周报》-2024.6.2

《行业基本面筑底，积极因素正在出现——行业周报》-2024.5.26

● 核心观点：茅台批价有企稳趋势，复合调味品竞争格局优化

6月10日-6月14日，食品饮料指数跌幅为2.9%，一级子行业排名第26，跑输沪深300约2.0pct，子行业中肉制品(+0.5%)、乳品(+0.4%)、调味发酵品(+0.1%)表现相对领先。个股方面，加加食品、*ST西发、巴比食品涨幅领先；华统股份、ST维维、泸州老窖跌幅居前。本周受到茅台酒批价下行影响，白酒板块整体回落较多。茅台批价下跌原因，大方向看仍是消费需求受到制约，但考虑到五粮液与国窖1573等高端白酒价格稳定，本轮茅台酒价格下跌更多是自身供需短期错配导致。茅台酒短期市场供给增加，如618电商平台补贴出货、茅台酒黄牛抛货等，叠加淡季高端白酒需求场景不多，导致价格本周下滑幅度较大。周末飞天茅台酒价格已有企稳迹象，我们认为当前茅台酒价格已接近底部位置，一方面618电商促销活动已接近尾声；另一方面酒厂也在调节市场供给，如暂停部分省份企业客户团购申请，暂停部分高端餐饮平价开瓶喝茅台酒的活动。预计伴随茅台酒批价企稳，股价或迎来阶段性底部位置。

大众品正处于渐进式复苏阶段，其中我们提示复合调味品竞争格局有明显优化，消费者品牌产品认可度显著提升，中小品牌逐步退出市场，行业集中度提升趋势明显。基础调味品需求端较为平稳，主要是餐饮渠道贡献部分增量；淡季流通渠道相对较弱，渠道库存略有升高，促销力度加大，品牌企业之间竞争程度有所增加。分品牌来看，千禾味业终端动销表现较好，主因渠道渗透率尚低，仍有较大提升空间；厨邦品牌终端动销有所好转，应与公司管理改善以及费用投放节奏加快有关。乳制品仍处于低速阶段，牛奶品类促销力度略有减少，龙头企业渠道精耕有待进一步发展，如打造样板市场、多品类铺市等方面都有更细致的动作。整体来看大众品复苏斜率相对平缓，但龙头企业仍在发挥自身优势提高市占率，行业集中度进一步提升。

● 推荐组合：五粮液、山西汾酒、贵州茅台、劲仔食品

(1) 五粮液：二季度公司严格控货，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，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：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。出厂价提升后短期动能释放，此轮周期后茅台可看得更为长远。(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：茅台批价有企稳趋势，复合调味品竞争格局优化	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：抖音 5 月酒类高端销售额占 38.57%	7
5、备忘录：关注甘源食品 6 月 18 日股东会	7
6、风险提示	11

图表目录

图 1：食品饮料跌幅为 2.9%，排名 26/28	4
图 2：肉制品、乳品、调味发酵品表现相对较好	4
图 3：加加食品、*ST 西发、巴比食品涨幅领先	4
图 4：华统股份、ST 维维、泸州老窖跌幅居前	4
图 5：2024 年 6 月 4 日全脂奶粉中标价同比+12.2%	5
图 6：2024 年 6 月 6 日生鲜乳价格同比-13.5%	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 6 月 8 日白条鸡价格同比-2.7%	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 6 月 14 日大豆现货价同比-7.9%	6
图 14：2024 年 6 月 6 日豆粕均价同比-12.4%	6
图 15：2024 年 6 月 14 日柳糖价格同比-8.9%	7
图 16：2024 年 6 月 7 日白砂糖零售价同比-0.9%	7
表 1：最近重大事件备忘录：关注甘源食品 6 月 18 日股东会	7
表 2：关注 6 月 10 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：茅台批价有企稳趋势，复合调味品竞争格局优化

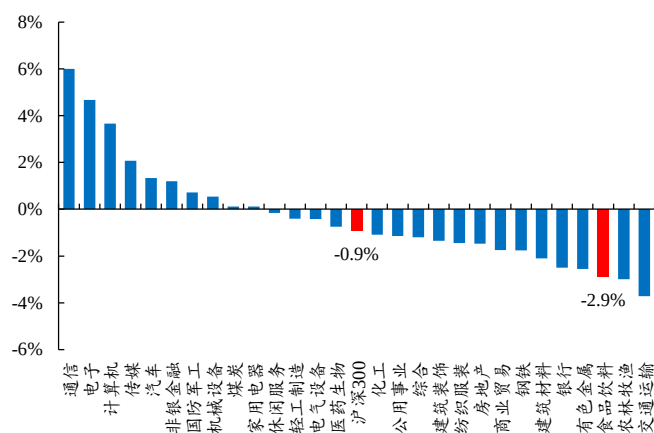
6月10日-6月14日，食品饮料指数跌幅为2.9%，一级子行业排名第26，跑输沪深300约2.0pct，子行业中肉制品(+0.5%)、乳品(+0.4%)、调味发酵品(+0.1%)表现相对领先。个股方面，加加食品、*ST西发、巴比食品涨幅领先；华统股份、ST维维、泸州老窖跌幅居前。本周受到茅台酒批价下行影响，白酒板块整体回落较多。茅台批价下跌原因，大方向看仍是消费需求受到制约，但考虑到五粮液与国窖1573等高端白酒价格稳定，本轮茅台酒价格下跌更多是自身供需短期错配导致。茅台酒短期市场供给增加，如618电商平台补贴出货、茅台酒黄牛抛货等，叠加淡季高端白酒需求场景不多，导致价格本周下滑幅度较大。周末飞天茅台酒价格已有企稳迹象，我们认为当前茅台酒价格已接近底部位置，一方面618电商促销活动已接近尾声；另一方面酒厂也在调节市场供给，如暂停部分省份企业客户团购申请，暂停部分高端餐饮平价开瓶喝茅台酒的活动。预计伴随茅台酒批价企稳，股价或迎来阶段性底部位置。

大众品正处于渐进式复苏阶段，其中我们提示复合调味品竞争格局有明显优化，消费者品牌产品认可度显著提升，中小品牌逐步退出市场，行业集中度提升趋势明显。基础调味品需求端较为平稳，主要是餐饮渠道贡献部分增量；淡季流通渠道相对较弱，渠道库存略有升高，促销力度加大，品牌企业之间竞争程度有所增加。分品牌来看，千禾味业终端动销表现较好，主因渠道渗透率尚低，仍有较大提升空间；厨邦品牌终端动销有所好转，应与公司管理改善以及费用投放节奏加快有关。乳制品仍处于低速阶段，牛奶品类促销力度略有减少，龙头企业渠道精耕有待进一步发展，如打造样板市场、多品类铺市等方面都有更细致的动作。整体来看大众品复苏斜率相对平缓，但龙头企业仍在发挥自身优势提高市占率，行业集中度进一步提升。

2、市场表现：食品饮料跑输大盘

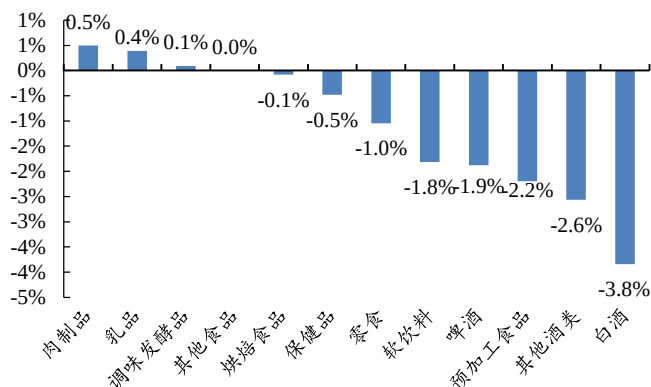
6月10日-6月14日，食品饮料指数跌幅为2.9%，一级子行业排名第26，跑输沪深300约2.0pct，子行业中肉制品(+0.5%)、乳品(+0.4%)、调味发酵品(+0.1%)表现相对领先。个股方面，加加食品、*ST西发、巴比食品涨幅领先；华统股份、ST维维、泸州老窖跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅为2.9%，排名 26/28



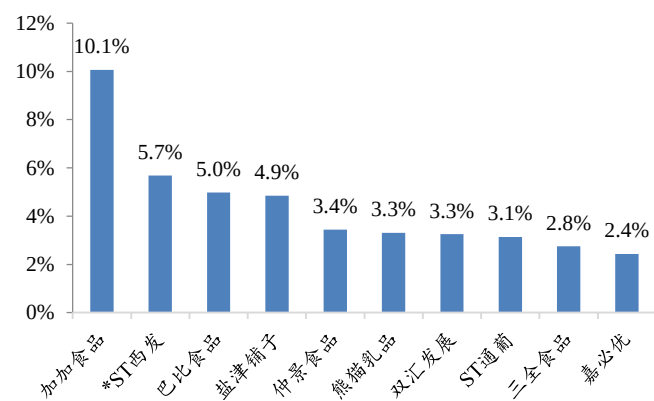
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：肉制品、乳品、调味发酵品表现相对较好



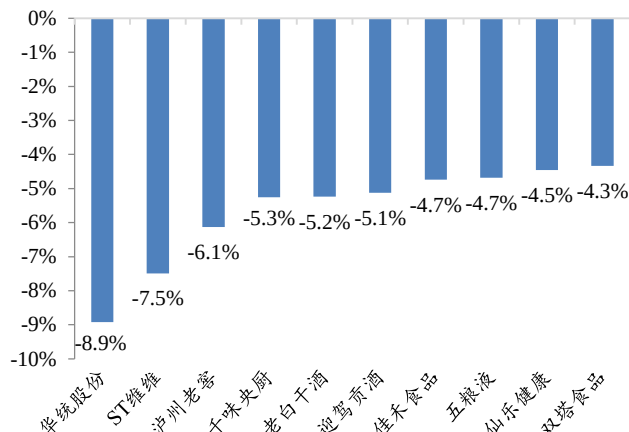
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：加加食品、*ST西发、巴比食品涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：华统股份、ST维维、泸州老窖跌幅居前

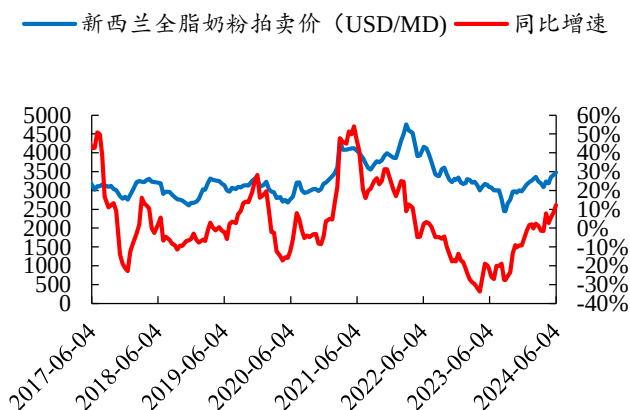


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

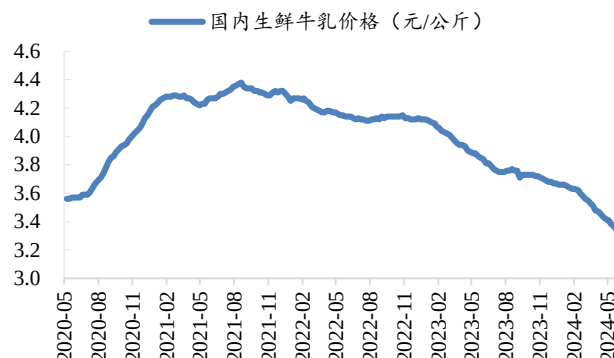
6月4日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3478 美元/吨，环比+2.1%，同比+12.2%，奶价同比上升。6月6日，国内生鲜乳价格 3.3 元/公斤，环比-0.6%，同比-13.5%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2024年6月4日全脂奶粉中标价同比+12.2%



数据来源：GDT、开源证券研究所

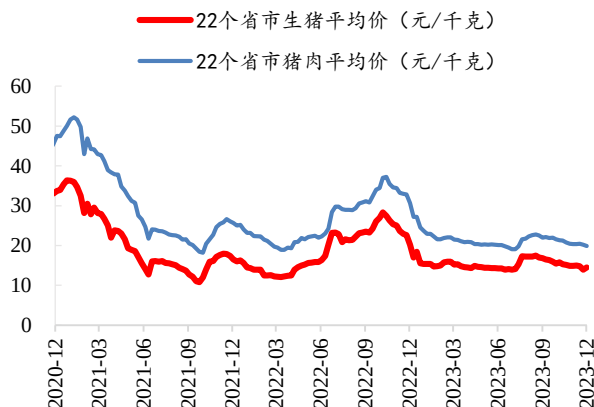
图6：2024年6月6日生鲜乳价格同比-13.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

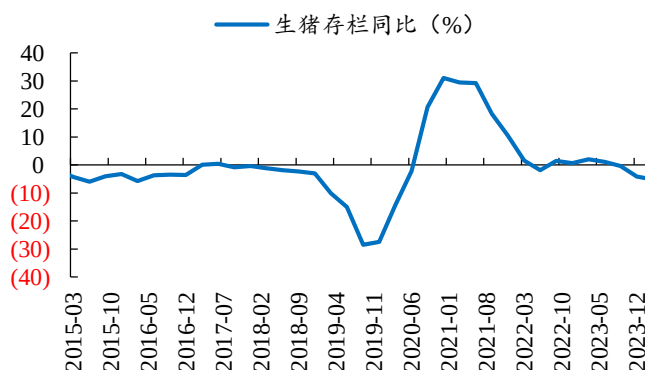
12月15日，生猪价格14.5元/公斤，同比-5.5%，环比+3.9%；猪肉价格19.9元/公斤，同比-16.4%，环比-1.6%。2024年4月，能繁母猪存栏3986.0万头，同比-6.9%，环比-0.1%。2024年3月生猪存栏同比-5.2%。当前看猪价拐点可能到来。2024年6月8日，白条鸡价格17.4元/公斤，同比-2.7%，环比-0.1%。

图7：2023年12月15日猪肉价格同比-16.4%



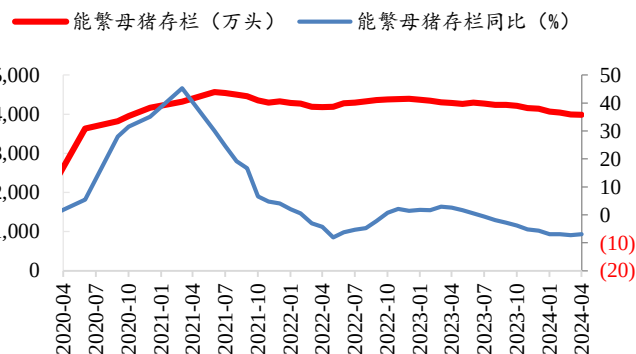
数据来源：Wind、开源证券研究所

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%



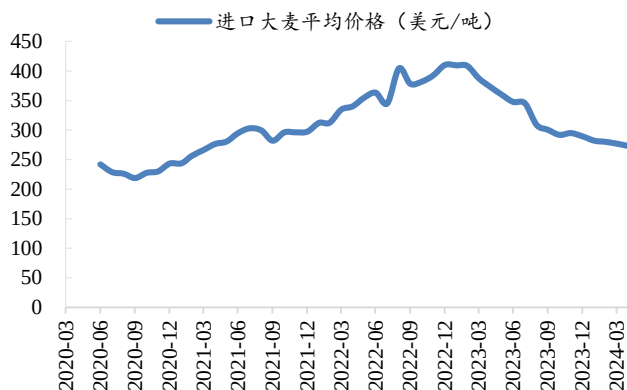
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024年6月8日白条鸡价格同比-2.7%

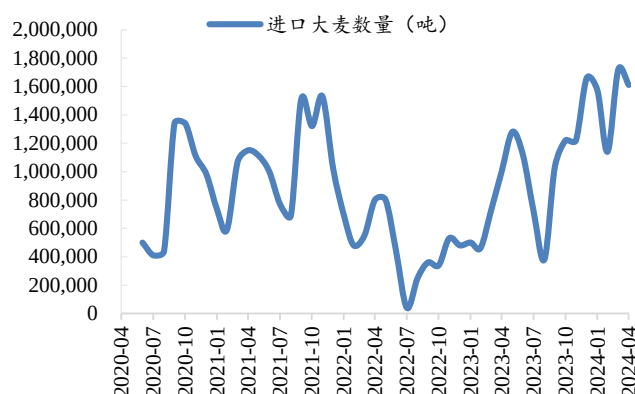


数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

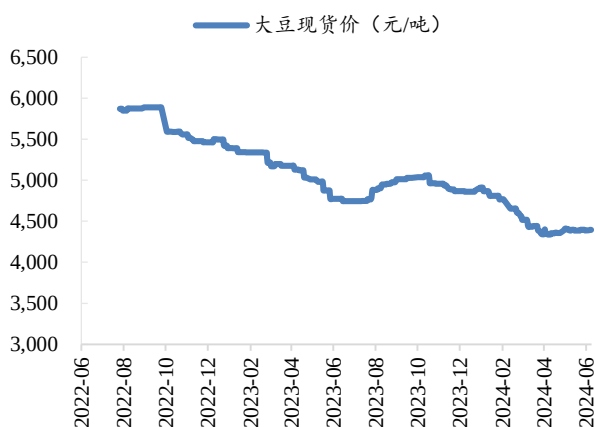
图11：2024 年 4 月进口大麦价格同比-26.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

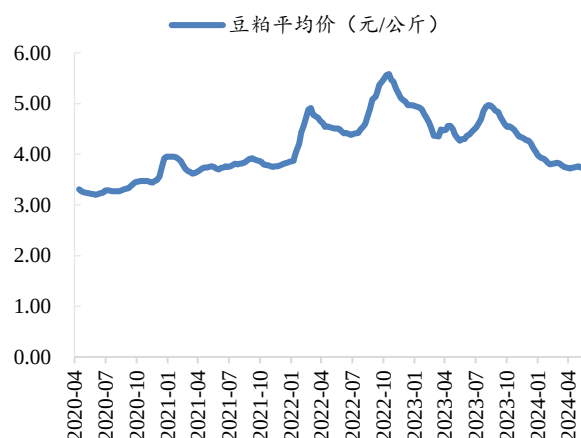
图12：2024 年 4 月进口大麦数量同比+61.0%


数据来源：Wind、开源证券研究所

6 月 14 日，大豆现货价 4395.3 元/吨，同比-7.9%。6 月 6 日，豆粕平均价格 3.7 元/公斤，同比-12.4%。预计 2024 年大豆价格可能回落。

图13：2024 年 6 月 14 日大豆现货价同比-7.9%


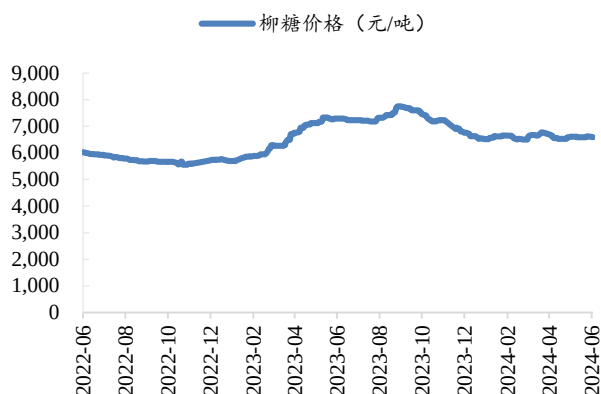
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024 年 6 月 6 日豆粕平均价同比-12.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

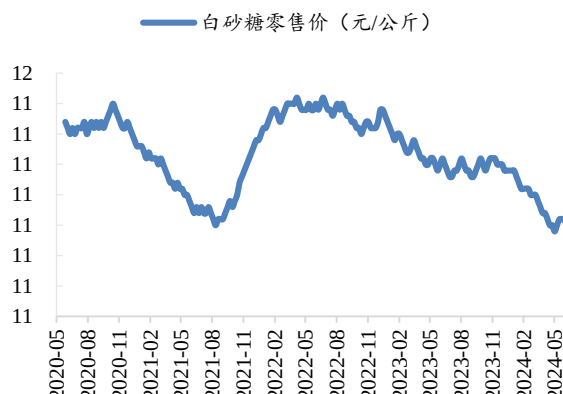
6 月 14 日，柳糖价格 6590.0 元/吨，同比-8.9%；6 月 7 日，白砂糖零售价格 11.3 元/公斤，同比-0.9%。

图15：2024年6月14日柳糖价格同比-8.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024年6月7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：抖音5月酒类高端销售额占38.57%

据飞瓜数据，5月，4549个酒类品牌在抖音进行推广，环比下降0.74%，同比下降1.54%；其中品牌小店超过387家，销售额贡献比达24.59%，环比上升5.37%；酒类动销商品数达3.5万，动销率达51.63%，均超过平台均值。酒类行业商品CR10集中度为40.10%，同比下降16.57%，环比下降1.52%。此外，超999元商品销售额占比38.57%，居首位，其次是98-488元占比34.35%（来源于酒业家）。

近期，理塘县召开托底性帮扶工作督导暨省直部门定点帮扶联席会。会上透露，五粮液集团明确2024年帮扶理塘县资金超4640万元，聚焦农业特色产业和文旅产业板块，助推理塘第一产业和第三产业发展（来源于糖酒快讯）。

据泸州·中国白酒商品批发价格指数官网最新数据显示，6月上旬全国白酒环比价格总指数微跌0.2%，其中名酒和地方酒价格分别下跌0.15%和0.43%，基酒价格保持稳定（来源于微酒）。

5、备忘录：关注甘源食品6月18日股东会

下周（6月17日-6月23日）将有6家公司召开股东大会，3家公司限售解禁。

表1：最近重大事件备忘录：关注甘源食品6月18日股东会

日期	公司	股东会	限售解禁
6月17日	西麦食品		解禁 71.70 万股
6月17日	天味食品		解禁 448.36 万股
6月18日	甘源食品	江西省萍乡市 (14:30)	
6月19日	青岛食品		解禁 6.14 万股
6月20日	三元股份	北京市大兴区 (14:00)	
6月21日	新乳业	成都市锦江区 (15:00)	
6月21日	ST 春天	青海省西宁市 (14:00)	
6月21日	中炬高新	广东省中山市 (14:30)	
6月21日	巴比食品	上海市松江区 (14:45)	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 6 月 10 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
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

报告类型	报告名称	时间
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：内部管理成效显著， 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
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

报告类型	报告名称	时间
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	茅台股东会积极表态，白酒建议加大关注	6月2日
公司报告	安琪酵母：股权激励落地，员工绑定加深、收入确定性增强	6月4日
行业周报	关注白酒边际变化，零食全年仍可布局	6月10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	1555.0	70.60	83.21	97.21	22.0	18.7	16.0
五粮液	买入	135.7	8.88	10.13	11.38	15.3	13.4	11.9
泸州老窖	买入	156.0	11.18	13.60	16.28	14.0	11.5	9.6
洋河股份	增持	91.1	7.37	8.29	9.36	12.4	11.0	9.7
山西汾酒	买入	234.8	10.69	13.30	16.77	22.0	17.7	14.0
口子窖	增持	40.6	3.27	3.74	4.31	13.4	11.7	10.1
古井贡酒	增持	233.3	11.16	13.94	17.51	20.9	16.7	13.3
金徽酒	增持	19.6	0.79	1.03	1.32	24.8	19.0	14.9
水井坊	增持	42.6	3.20	3.85		13.3	11.1	
伊利股份	买入	27.2	2.04	1.94	2.16	13.3	14.0	12.6
新乳业	增持	10.0	0.65	0.78	0.96	15.4	12.8	10.4
双汇发展	增持	25.7	1.57	1.67	1.78	16.4	15.4	14.4
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	13.3	0.81	0.90	1.00	16.5	14.8	13.3
海天味业	买入	35.9	1.12	1.28	1.47	32.1	28.1	24.4
恒顺醋业	增持	7.7	0.13	0.15	0.19	58.8	51.0	40.3
西麦食品	增持	14.4	0.62	0.74	0.88	23.2	19.4	16.3
桃李面包	买入	5.7	1.15			4.9		
嘉必优	买入	14.3	0.68	0.89	1.14	21.0	16.1	12.6
绝味食品	增持	17.2	1.07	1.25	1.42	16.1	13.8	12.1
煌上煌	增持	7.1	0.18	0.23	0.31	39.4	30.8	22.9
广州酒家	增持	16.8	1.17	1.38	1.58	14.4	12.2	10.6
甘源食品	买入	68.4	4.63	5.85	7.22	14.8	11.7	9.5
劲仔食品	增持	12.6	0.70	0.88	1.08	18.0	14.3	11.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024 年 6 月 14 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3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