

食品饮料

2024年06月23日

白酒预期调整，大众品关注个股机会

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（联系人）

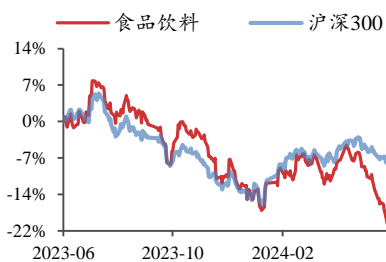
zhangyuguang@kysec.cn

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

《5月社零同比增速回升，消费延续温和复苏—行业点评报告》-2024.6.18

《5月电商数据分析：白酒需求淡旺季分明，大众品复苏中仍现分化—行业点评报告》-2024.6.17

《茅台酒批价接近底部，大众品渐进式复苏—行业周报》-2024.6.16

● 核心观点：茅台批价接近底部，关注成长性较好的个股机会

6月17日-6月21日，食品饮料指数跌幅为5.0%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约3.7pct，子行业中其他食品(+0.0%)、其他酒类(-0.2%)、软饮料(-3.4%)表现相对领先。本周受到茅台酒批价持续下行，以及二季度行业预期业绩增速放缓等因素影响，食品饮料板块股价持续调整。近期茅台批价加速下跌，本质原因是当前消费需求下行，高端白酒消费场景受到抑制；扰动因素在于618期间黄牛与电商平台博弈压价抛货。目前618活动接近尾声，真正低价成交的茅台酒货量不大，我们预计茅台酒批价已接近低点，并且厂家有了本次市场经验，后续反应可能会更加敏感。在新的消费形势与环境下，渠道秩序的健康运行可能更多依靠传统经销商的力量，未来批价会更加稳健。当前弱复苏的消费环境已成为市场共识，行业增速放缓也在预期之中，龙头酒厂一直重视渠道秩序建设，报表端仍具有韧性。目前板块估值持续回调，考虑到分红率稳中有升，建议重点关注龙头企业投资机会。

大众品提示关注具备个股逻辑的公司，西麦食品与欢乐家消费韧性较好，新产品、新渠道逻辑可能逐步兑现。（1）西麦食品：2024年公司燕麦片主业务提速明显，一是受益于行业需求提升；二是公司加大燕麦主业务的产品创新和开拓，复合燕麦实现高速增长，产品结构持续升级；三是线上抖音和线下零食渠道延续高增趋势。我们认为公司燕麦主业务基本盘增长提速明显，同时新产品、新渠道持续贡献增量，2024年全年收入确定性较高，2025年随着澳洲燕麦成本价格下降以及销售费用率降低，公司净利率有望回升。（2）欢乐家：椰子汁和水果罐头基本盘扎实，椰子水新品进度较好前景可期。2024年以来公司基本盘增长稳定，其中椰子汁主业务保持较高增长贡献主要增量，中长期来看随着终端网点数量扩容和市场持续深耕下沉，成长潜力较好，水果罐头预计保持稳步增长，新品椰子水正处于行业红利期，有望持续贡献新增量。

● 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：茅台批价接近底部，关注成长性较好的个股机会	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：舍得酒业增产扩能项目预计年新增原酒产能 6 万吨	7
5、备忘录：关注五粮液 6 月 28 日股东会	7
6、风险提示	11

图表目录

图 1：食品饮料跌幅为 5.0%，排名 25/28	4
图 2：其他食品、其他酒类、软饮料表现相对较好	4
图 3：会稽山、*ST 中葡、加加食品涨幅领先	4
图 4：莫高股份、巴比食品、安井食品跌幅居前	4
图 5：2024 年 6 月 18 日全脂奶粉中标价同比+10.2%	5
图 6：2024 年 6 月 13 日生鲜乳价格同比-13.4%	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 15 日白条鸡价格同比-3.4%	5
图 11：2024 年 5 月进口大麦价格同比-25.6%	6
图 12：2024 年 5 月进口大麦数量同比+25.8%	6
图 13：2024 年 6 月 21 日大豆现货价同比-7.2%	6
图 14：2024 年 6 月 13 日豆粕平均价同比-13.5%	6
图 15：2024 年 6 月 21 日柳糖价格同比-9.7%	7
图 16：2024 年 6 月 14 日白砂糖零售价同比-1.0%	7
表 1：最近重大事件备忘录：关注五粮液 6 月 28 日股东会	7
表 2：关注 6 月 16 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：茅台批价接近底部，关注成长性较好的个股机会

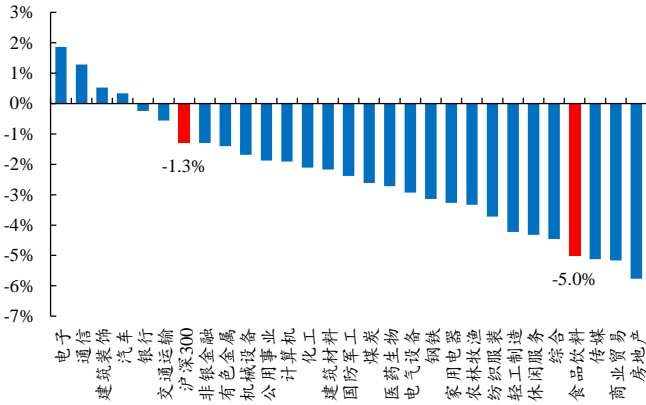
6月17日-6月21日，食品饮料指数跌幅为5.0%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约3.7pct，子行业中其他食品(+0.0%)、其他酒类(-0.2%)、软饮料(-3.4%)表现相对领先。本周受到茅台酒批价持续下行，以及二季度行业预期业绩增速放缓等因素影响，食品饮料板块股价持续调整。近期茅台批价加速下跌，本质原因是当前消费需求下行，高端白酒消费场景受到抑制；扰动因素在于618期间黄牛与电商平台博弈压价抛货。目前618活动接近尾声，真正低价成交的茅台酒货量不大，我们预计茅台酒批价已接近低点，并且厂家有了本次市场经验，后续反应可能会更加敏感。在新的消费形势与环境下，渠道秩序的健康运行可能更多依靠传统经销商的力量，未来批价会更加稳健。当前弱复苏的消费环境已成为市场共识，行业增速放缓也在预期之中，龙头酒厂一直重视渠道秩序建设，报表端仍具有韧性。目前板块估值持续回调，考虑到分红率稳中有升，建议重点关注龙头企业投资机会。

大众品提示关注具备个股逻辑的公司，西麦食品与欢乐家消费韧性较好，新产品、新渠道逻辑可能逐步兑现。(1)西麦食品：2024年公司燕麦片主营业务提速明显，一是受益于行业需求提升；二是公司加大燕麦主营业务的产品创新和开拓，复合燕麦实现高速增长，产品结构持续升级；三是线上抖音和线下零食渠道延续高增趋势。我们认为公司燕麦主营业务基本盘增长提速明显，同时新产品、新渠道持续贡献增量，2024年全年收入确定性较高，2025年随着澳洲燕麦成本价格下降以及销售费用率降低，公司净利率有望回升。(2)欢乐家：椰子汁和水果罐头基本盘扎实，椰子水新品进度较好前景可期。2024年以来公司基本盘增长稳定，其中椰子汁主营业务保持较高增长贡献主要增量，中长期来看随着终端网点数量扩容和市场持续深耕下沉，成长潜力较好，水果罐头预计保持稳步增长，新品椰子水正处于行业红利期，有望持续贡献新增量。

2、市场表现：食品饮料跑输大盘

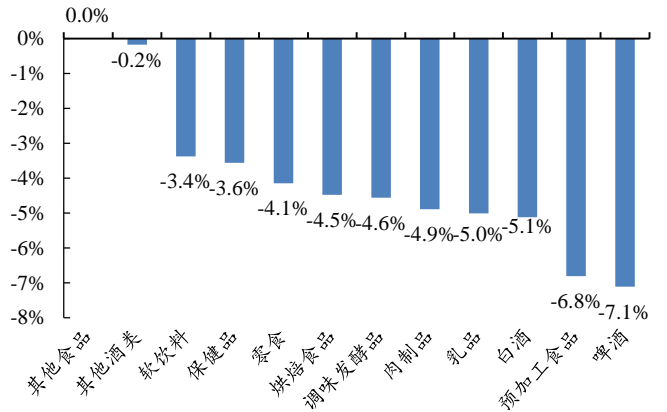
6月17日-6月21日，食品饮料指数跌幅为5.0%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约3.7pct，子行业中其他食品(+0.0%)、其他酒类(-0.2%)、软饮料(-3.4%)表现相对领先。个股方面，会稽山、*ST中葡、加加食品涨幅领先；莫高股份、巴比食品、安井食品跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅为5.0%，排名25/28



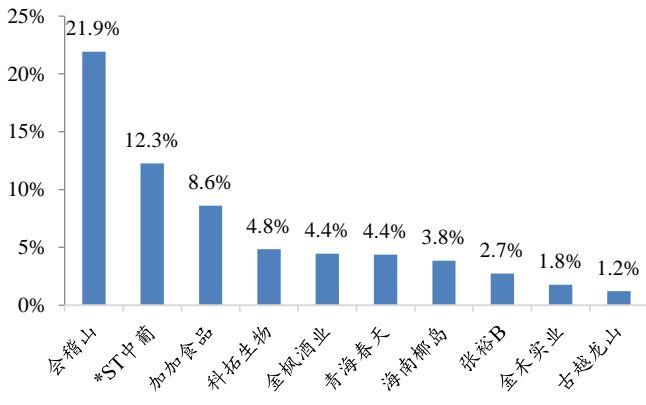
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：其他食品、其他酒类、软饮料表现相对较好



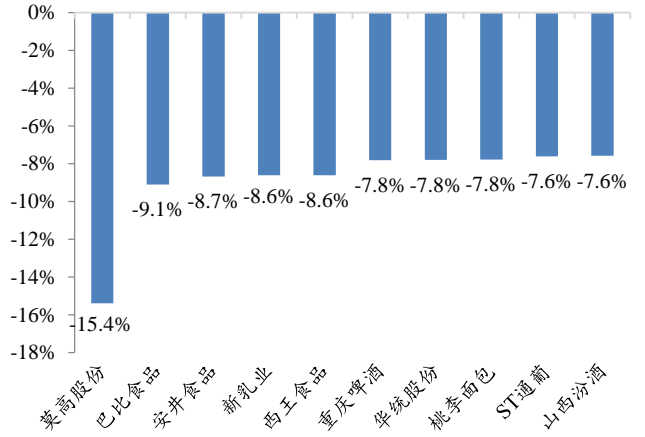
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：会稽山、*ST中葡、加加食品涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

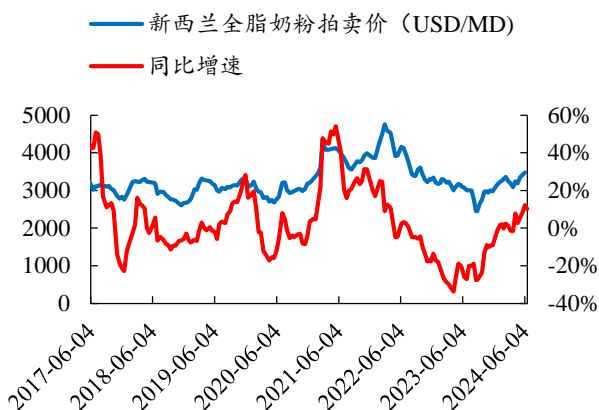
图4：莫高股份、巴比食品、安井食品跌幅居前



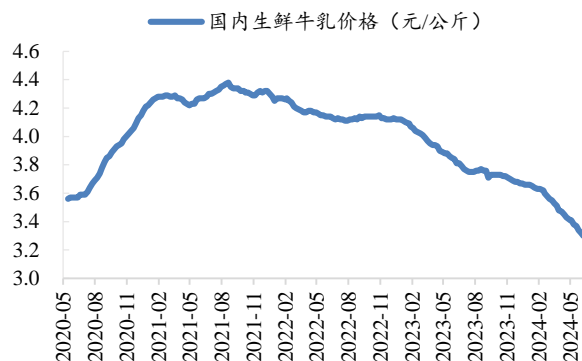
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

6月18日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3394 美元/吨，环比-2.4%，同比+10.2%，奶价同比上升。6月13日，国内生鲜乳价格 3.3 元/公斤，环比-0.6%，同比-13.4%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

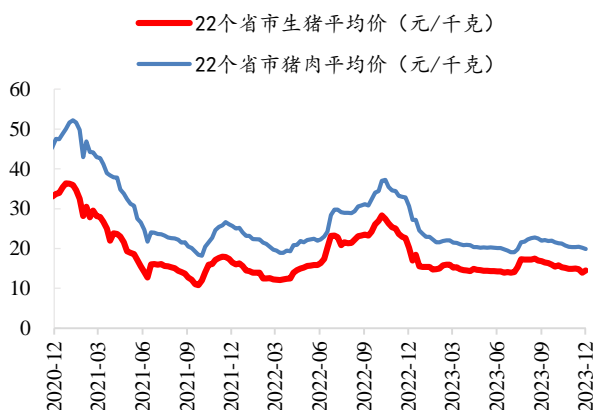
图5：2024年6月18日全脂奶粉中标价同比+10.2%


数据来源：GDT、开源证券研究所

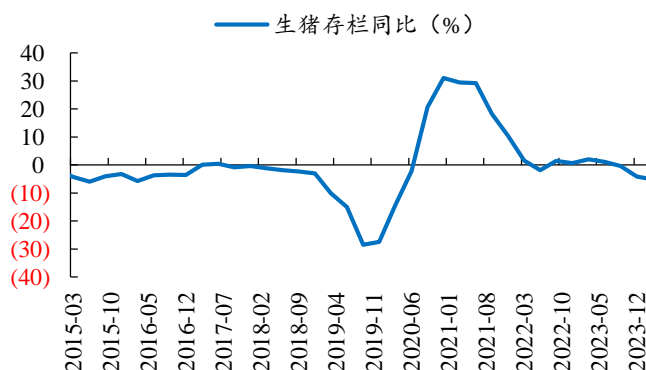
图6：2024年6月13日生鲜乳价格同比-13.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

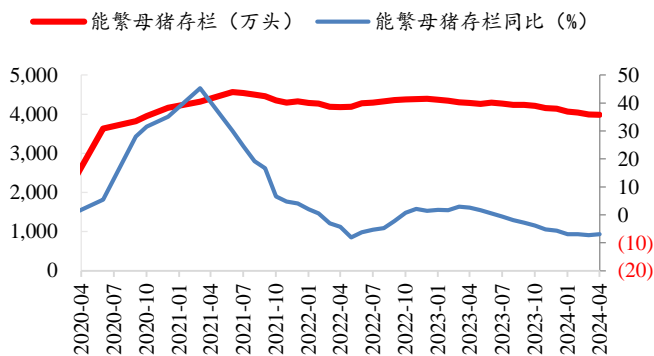
12月15日，生猪价格14.5元/公斤，同比-5.5%，环比+3.9%；猪肉价格19.9元/公斤，同比-16.4%，环比-1.6%。2024年4月，能繁母猪存栏3986.0万头，同比-6.9%，环比-0.1%。2024年3月生猪存栏同比-5.2%。当前看猪价拐点可能到来。2024年6月15日，白条鸡价格17.4元/公斤，同比-3.4%，环比+0.2%。

图7：2023年12月15日猪肉价格同比-16.4%


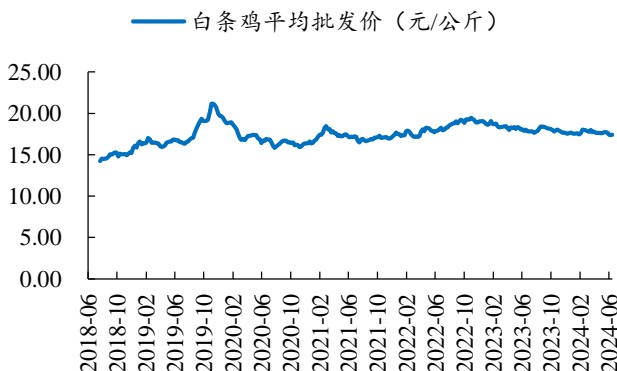
数据来源：Wind、开源证券研究所

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%


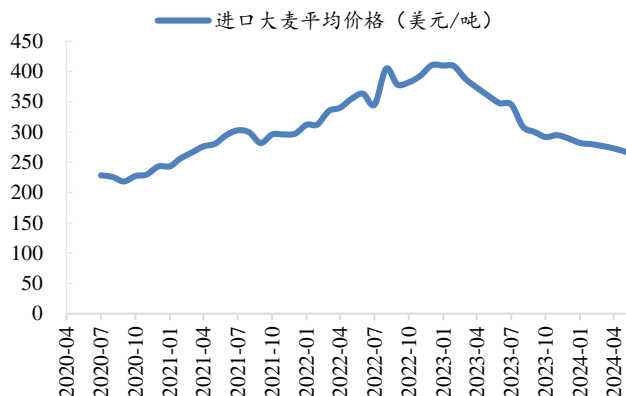
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024年6月15日白条鸡价格同比-3.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

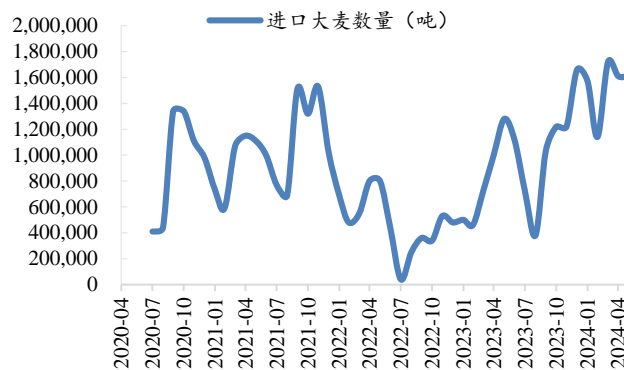
2024年5月，进口大麦价格267.6美元/吨，同比-25.6%。2024年5月进口大麦数量161.0万吨，同比+25.8%。受益于澳麦双反政策取消，进口大麦数量回升，平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

图11: 2024年5月进口大麦价格同比-25.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

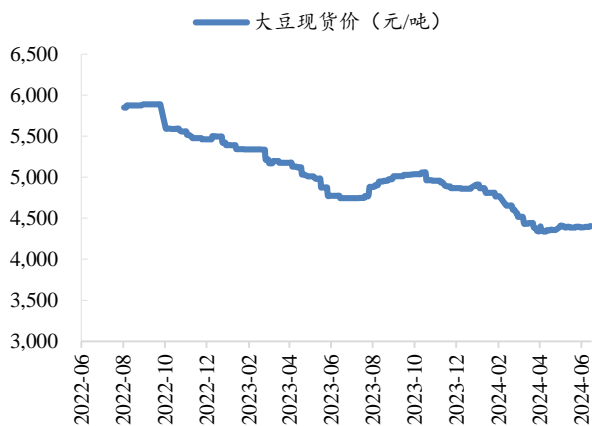
图12: 2024年5月进口大麦数量同比+25.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

6月21日，大豆现货价4403.7元/吨，同比-7.2%。6月13日，豆粕平均价格3.7元/公斤，同比-13.5%。预计2024年大豆价格可能回落。

图13: 2024年6月21日大豆现货价同比-7.2%



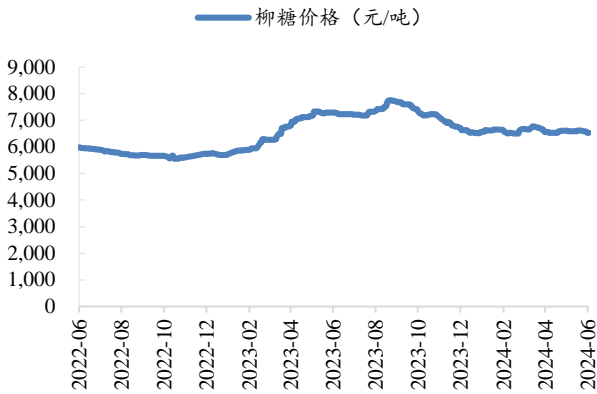
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2024年6月13日豆粕平均价同比-13.5%

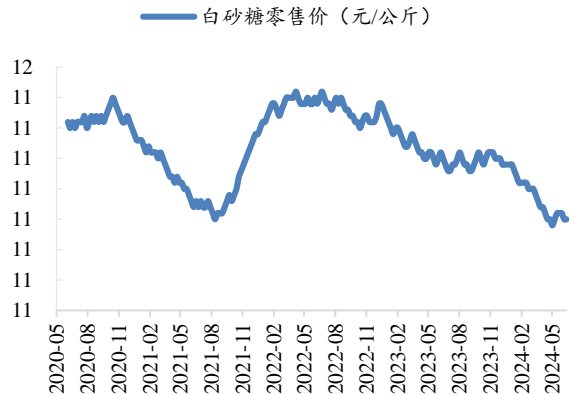


数据来源: Wind、开源证券研究所

6月21日，柳糖价格6530.0元/吨，同比-9.7%；6月14日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比-1.0%。

图15：2024年6月21日柳糖价格同比-9.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024年6月14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：舍得酒业增产扩能项目预计年新增原酒产能6万吨

据消息,舍得酒业增产扩能项目正在冲刺月底建成投用。项目包括23个子项目,目前9个子项目进展顺利,如包装中心、准备中心一期和龙池生态酿造车间。黄金谷生态制曲中心的自动化设备正在安装,预计11月建成,年制曲能力将达到5万吨。项目完工后,预计年新增原酒产能约6万吨,原酒储能约34.25万吨,制曲产能约5万吨。舍得酒业还计划启动其他子项目,包括288白酒库、黄沙陶坛和黄沙智能生态酿造。整个项目预计于2027年完成(来源于酒业家)。

6月18日消息,贵州肆玖酒业有限公司兰家湾厂区(一期)建设项目正有序推进。目前,已有5栋制酒车间及宿舍楼、锅炉房等配套设施全部投用。该项目建设内容包括制酒厂房、制曲厂房、食堂、宿舍、锅炉房等,是集酱酒生产、酒旅文化、生活配套为一体的综合性产业园。工程预计2026年完工,建成后将有9个制酒车间、826口窖池、年产能6500吨(来源于糖酒快讯)。

6月17日,据国家统计局官网消息,5月份,规模以上工业增加值同比实际增长5.6%(增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率)。分行业看,5月份,41个大类行业中有33个行业增加值保持同比增长。其中,酒、饮料和精制茶制造业增长5.1%(来源于酒说)。

5、备忘录：关注五粮液6月28日股东会

下周(6月24日-6月30日)将有12家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注五粮液6月28日股东会

日期	公司	股东会	限售解禁
6月25日	来伊份	上海市松江区 (14:00)	
6月25日	黑芝麻	广西南宁市 (14:30)	
6月25日	张裕	山东省烟台市 (9:00)	

日期	公司	股东会	限售解禁
6月25日	来伊份	上海市松江区 (14:00)	
6月27日	泸州老窖	四川省泸州市 (14:30)	
6月27日	伊力特	新疆伊犁可克达拉市 (10:30)	
6月28日	酒鬼酒	湖南省吉首市 (9:00)	
6月28日	五粮液	四川省宜宾市 (9:00)	
6月28日	交大昂立	上海市徐汇区 (14:00)	
6月28日	*ST莫高	甘肃省兰州市 (15:00)	
6月28日	青岛啤酒	山东省青岛市 (15:30)	
6月28日	妙可蓝多	上海市浦东新区 (14:30)	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注6月16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

报告类型	报告名称	时间
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
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

报告类型	报告名称	时间
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
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
行业周报	茅台酒批价接近底部，大众品渐进式复苏	6月16日
行业点评	5月电商数据分析：白酒需求淡旺季分明，大众品复苏中仍现分化	6月17日
行业点评	5月社零同比增速回升，消费延续温和复苏	6月18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	1471.0	70.60	83.21	97.21	20.8	17.7	15.1
五粮液	买入	130.2	8.88	10.13	11.38	14.7	12.9	11.4
泸州老窖	买入	150.1	11.18	13.60	16.28	13.4	11.0	9.2
洋河股份	增持	85.3	7.37	8.29	9.36	11.6	10.3	9.1
山西汾酒	买入	217.0	10.69	13.30	16.77	20.3	16.3	12.9
口子窖	增持	40.8	3.27	3.74	4.31	13.4	11.7	10.1
古井贡酒	增持	220.6	11.16	13.94	17.51	19.8	15.8	12.6
金徽酒	增持	18.8	0.79	1.03	1.32	23.8	18.3	14.2
水井坊	增持	40.0	3.20	3.85		12.5	10.4	
伊利股份	买入	25.8	2.04	1.94	2.16	12.6	13.3	11.9
新乳业	增持	9.1	0.65	0.78	0.96	14.0	11.7	9.5
双汇发展	增持	24.2	1.57	1.67	1.78	15.4	14.5	13.6
中炬高新	增持	24.8	1.02	1.24	1.57	24.3	20.0	15.8
涪陵榨菜	增持	12.6	0.81	0.90	1.00	15.5	14.0	12.6

海天味业	买入	34.4	1.12	1.28	1.47	30.7	26.8	23.4
恒顺醋业	增持	7.3	0.13	0.15	0.19	56.5	48.9	38.6
西麦食品	增持	13.8	0.62	0.74	0.88	22.2	18.6	15.6
桃李面包	买入	5.2	1.15			4.5		
嘉必优	买入	14.1	0.68	0.89	1.14	20.7	15.8	12.4
绝味食品	增持	16.0	1.07	1.25	1.42	15.0	12.8	11.3
煌上煌	增持	6.8	0.18	0.23	0.31	37.9	29.7	22.0
广州酒家	增持	16.1	1.17	1.38	1.58	13.8	11.7	10.2
甘源食品	买入	64.5	4.63	5.85	7.22	13.9	11.0	8.9
劲仔食品	增持	12.2	0.70	0.88	1.08	17.4	13.9	11.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024 年 6 月 21 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

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