

## 食品饮料

## 秋糖气氛平淡，三季度报行情开启

2024年10月27日

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（联系人）

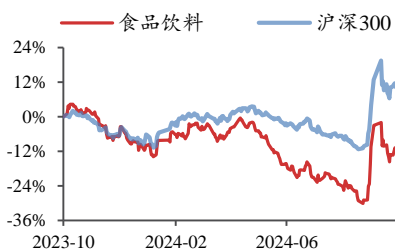
zhangyuguang@kysec.cn

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

《家电提速推动社零数据回暖，食品饮料仍有压力——行业点评报告》-2024.10.21

《短期需求平淡，关注三季度报催化——行业周报》-2024.10.20

《酒类线上销售较好，大众品表现有所分化——行业点评报告》-2024.10.16

### ● 核心观点：白酒渠道减负是主基调，三季度报业绩喜忧参半

10月21日-10月25日，食品饮料指数涨幅为2.2%，一级子行业排名第20，跑赢沪深300约1.4pct，子行业中其他酒类(+7.4%)、保健品(+6.3%)、零食(+5.3%)表现相对领先。本周秋季糖酒会在深圳召开，从参展商数量、展会人气来看，均低于往年水平。酱酒明显降温，参展品种也以大众价位带为主。糖酒会气氛平淡，侧面反映出需求较弱，行业仍处低谷时期。我们判断当前行业已接近底部位置，一是在白酒价格带下移后，开瓶率较之前有所增加，比如1935动销较前期有所好转，真实消费有所提升；二是酒企在收缩供给，不盲目追求回款目标，减少渠道压货为经销商减负，市场投放量缩减后与真实需求匹配程度更高；三是当前价格是已经考虑酒厂费用投入后的底价，后续酒厂很难持续加大渠道费用投入，当前价格再向下折算空间不大；四是后续宴席市场可能会略有升温。展望2025年春节也无需过于悲观，春节会有真实的消费场景释放，客观上会带动消费需求提升。我们更应关注春节期间批价与库存指标是否合理，渠道秩序是否良性，以判断在中期宏观经济回暖后酒企是否能够快速复苏。在当前短期基本面磨底，中期预期升温的背景下，白酒建议遵循底线思路原则，风险释放后逢低布局。部分公司已经披露三季度报业绩，继续延续分化趋势。甘源食品、天味食品等业绩超预期，股价也有不错表现。甘源食品三季度零售量贩渠道以及东南亚出海带来较多贡献，而天味食品成本下行、费用管控优化为利润增长提供较强助力支持。贵州茅台业绩符合预期，依然保持稳定增长趋势，全年目标兑现可期。洽洽食品三季度营收微增，成本红利释放导致盈利能力有所改善，基本符合预期。金徽酒持续提升品牌影响力，产品结构进一步提升，市场区域稳步发展，收入实现加速增长。而绝味食品收入仍有压力，年初至今闭店较多；虽鸭副成本下降但公司为了保障经销商生存进行补贴，利润下滑幅度小于营收。中炬高新收入低于预期，主要是面临行业复苏较慢以及公司改革步入深水区；受益于成本下降，利润增速超预期。当前我们仍看好零售板块的投资机会，一方面零售成长性较好，仍处于景气度上行阶段；另一方面零售头部企业开启出海战略，可能会带动其他企业跟进，成长空间更为广阔。

### ● 推荐组合：五粮液、山西汾酒、贵州茅台、甘源食品

(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) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海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：白酒渠道减负是主基调，三季度业绩喜忧参半.....	3
2、市场表现：食品饮料跑赢大盘.....	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落.....	4
4、酒业数据新闻：1-9月中国规上企业白酒产量同比增2.3%.....	7
5、备忘录：关注泸州老窖10月31日公布三季度报告.....	7
6、风险提示.....	10

## 图表目录

图 1：食品饮料涨幅 2.2%，排名 20/28.....	4
图 2：其他酒类、保健品、零食表现相对较好.....	4
图 3：威龙股份、ST 加加、莫高股份涨幅领先.....	4
图 4：劲仔食品、安井食品、仙乐健康跌幅居前.....	4
图 5：2024 年 10 月 15 日全脂奶粉中标价同比+19.8%.....	4
图 6：2024 年 10 月 17 日生鲜乳价格同比-16.1%.....	4
图 7：2024 年 10 月 25 日猪肉价格同比+17.6%.....	5
图 8：2024 年 9 月生猪存栏数量同比-3.5%.....	5
图 9：2024 年 8 月能繁母猪数量同比-4.8%.....	5
图 10：2024 年 10 月 19 日白条鸡价格同比+0.2%.....	5
图 11：2024 年 9 月进口大麦价格同比-16.9%.....	6
图 12：2024 年 9 月进口大麦数量同比-8.7%.....	6
图 13：2024 年 10 月 25 日大豆现货价同比-19.3%.....	6
图 14：2024 年 10 月 17 日豆粕平均价同比-27.6%.....	6
图 15：2024 年 10 月 25 日柳糖价格同比-10.5%.....	6
图 16：2024 年 10 月 18 日白砂糖零售价同比-0.5%.....	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注泸州老窖 10 月 31 日公布三季度报告.....	7
表 2：关注 10 月 20 日发布的行业周报.....	10
表 3：重点公司盈利预测及估值.....	10

## 1、每周观点：白酒渠道减负是主基调，三季报业绩喜忧参半

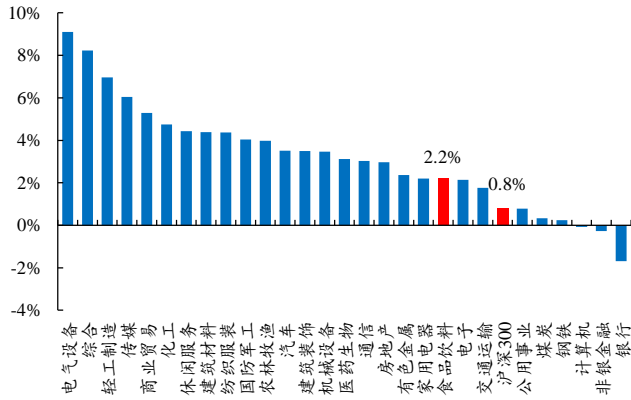
10月21日-10月25日，食品饮料指数涨幅为2.2%，一级子行业排名第20，跑赢沪深300约1.4pct，子行业中其他酒类(+7.4%)、保健品(+6.3%)、零食(+5.3%)表现相对领先。本周秋季糖酒会在深圳召开，从参展商数量、展会人气来看，均低于往年水平。酱酒明显降温，参展品种也以大众价位带为主。糖酒会气氛平淡，侧面反映出需求较弱，行业仍处低谷时期。我们判断当前行业已接近底部位置，一是在白酒价格带下移后，开瓶率较之前有所增加，比如1935动销较前期有所好转，真实消费有所提升；二是酒企在收缩供给，不盲目追求回款目标，减少渠道压货为经销商减负，市场投放量缩减后与真实需求匹配程度更高；三是当前价格是已经考虑酒厂费用投入后的底价，后续酒厂很难持续加大渠道费用投入，当前价格再向下折算空间不大；四是后续宴席市场可能会略有升温。展望2025年春节也无需过于悲观，春节会有真实的消费场景释放，客观上会带动消费需求提升。我们更应关注春节期间批价与库存指标是否合理，渠道秩序是否良性，以判断在中期宏观经济回暖后酒企是否能够快速复苏。在当前短期基本面磨底，中期预期升温的背景下，白酒建议遵循底线思路原则，风险释放后逢低布局。

部分公司已经披露三季报业绩，继续延续分化趋势。甘源食品、天味食品等业绩超预期，股价也有不错表现。甘源食品三季度零售量贩渠道以及东南亚出海带来较多贡献，而天味食品成本下行、费用管控优化为利润增长提供较强助力支持。贵州茅台业绩符合预期，依然保持稳定增长趋势，全年目标兑现可期。洽洽食品三季度营收微增，成本红利释放导致盈利能力有所改善，基本符合预期。金徽酒持续提升品牌影响力，产品结构进一步提升，市场区域稳步发展，收入实现加速增长。而绝味食品收入仍有压力，年初至今闭店较多；虽鸭副成本下降但公司为了保障经销商生存进行补贴，利润下滑幅度小于营收。中炬高新收入低于预期，主要是面临行业复苏较慢以及公司改革步入深水区；受益于成本下降，利润增速超预期。当前我们仍看好零售板块的投资机会，一方面零售成长性较好，仍处于景气度上行阶段；另一方面零售头部企业开启出海战略，可能会带动其他企业跟进，成长空间更为广阔。

## 2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

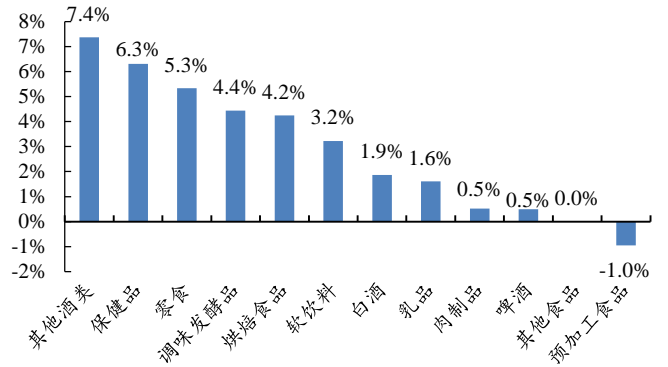
10月21日-10月25日，食品饮料指数涨幅为2.2%，一级子行业排名第20，跑赢沪深300约1.4pct，子行业中其他酒类(+7.4%)、保健品(+6.3%)、零食(+5.3%)表现相对领先。个股方面，威龙股份、ST加加、莫高股份涨幅领先；劲仔食品、安井食品、仙乐健康跌幅居前。

图1: 食品饮料涨幅2.2%，排名 20/28



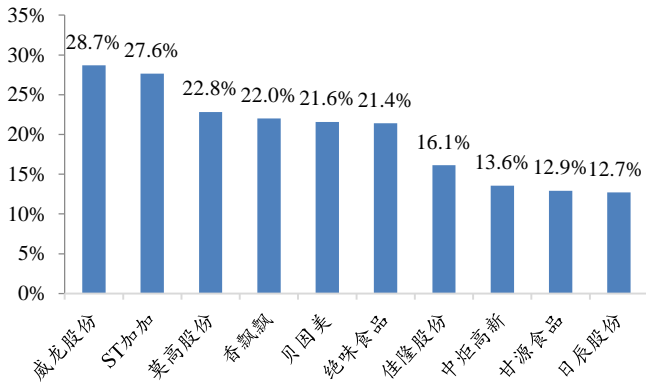
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 其他酒类、保健品、零食表现相对较好



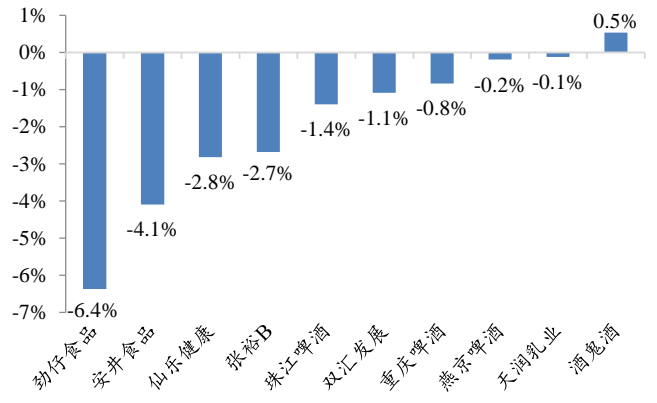
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 威龙股份、ST加加、莫高股份涨幅领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 劲仔食品、安井食品、仙乐健康跌幅居前

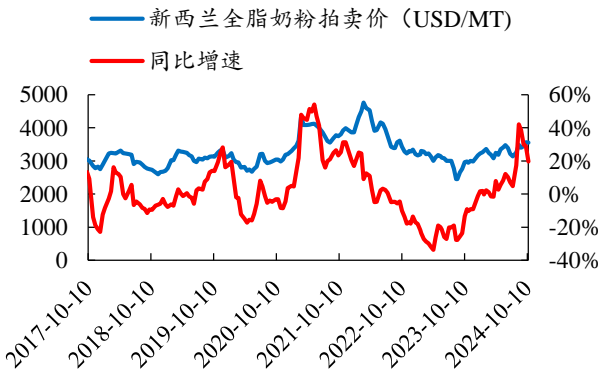


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、上游数据：部分上游原料价格回落

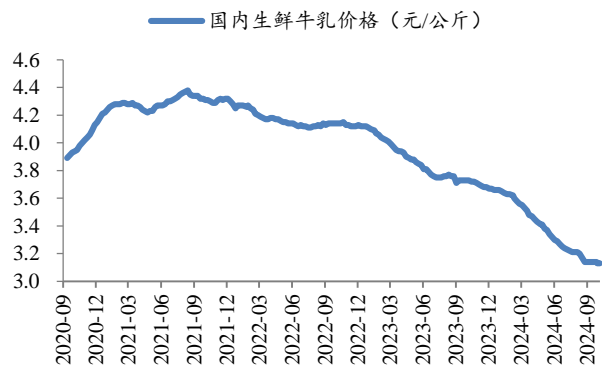
10月15日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3553 美元/吨，环比-0.2%，同比+19.8%，奶价同比上升。10月17日，国内生鲜乳价格 3.1 元/公斤，环比+0.0%，同比-16.1%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5: 2024 年 10 月 15 日全脂奶粉中标价同比+19.8%



数据来源: GDT、开源证券研究所

图6: 2024 年 10 月 17 日生鲜乳价格同比-16.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

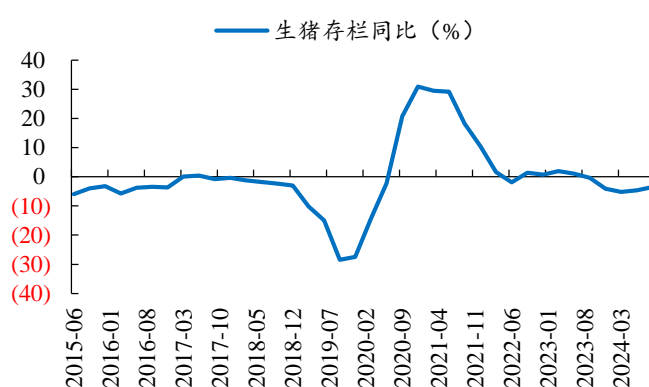
10月26日，生猪出栏价格17.5元/公斤，同比+17.5%，环比-2.0%；猪肉价格24.7元/公斤，同比+17.6%，环比-1.0%。2024年8月，能繁母猪存栏4036.0万头，同比-4.8%，环比-0.1%。2024年9月生猪存栏同比-3.5%。2024年10月19日，白条鸡价格18.0元/公斤，同比+0.2%，环比+0.9%。

图7：2024年10月25日猪肉价格同比+17.6%



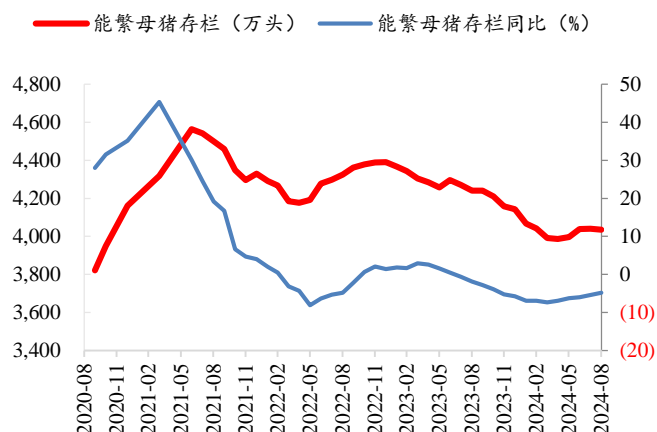
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年9月生猪存栏数量同比-3.5%



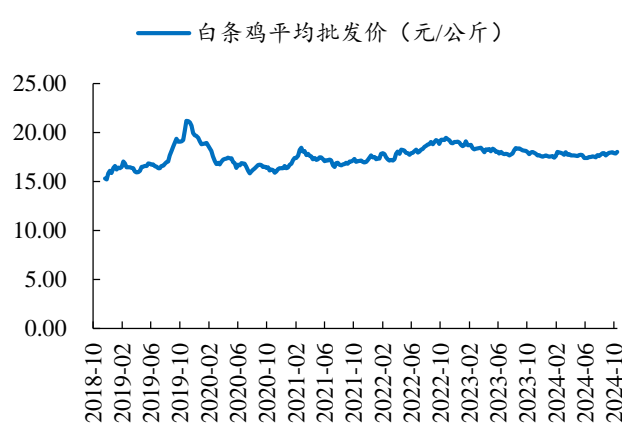
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024年8月能繁母猪数量同比-4.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

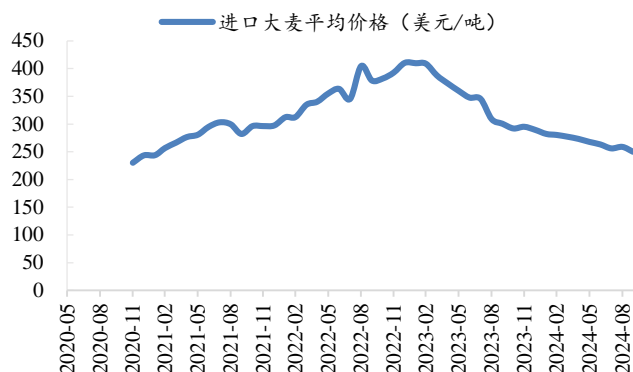
图10：2024年10月19日白条鸡价格同比+0.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

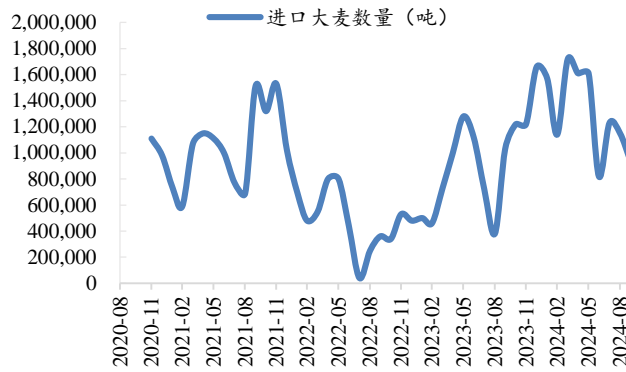
2024年9月，进口大麦价格249.7美元/吨，同比-16.9%。2024年9月进口大麦数量94.0万吨，同比-8.7%，进口大麦数量出现下降，同时平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

图11: 2024年9月进口大麦价格同比-16.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

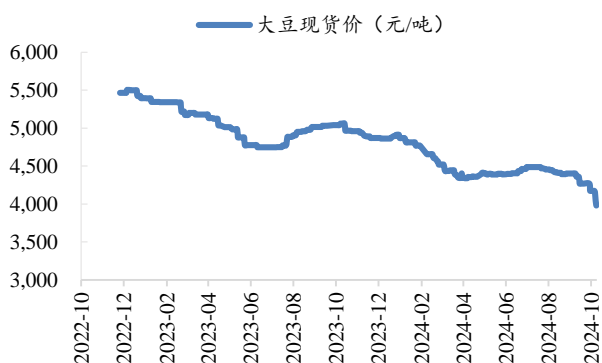
图12: 2024年9月进口大麦数量同比-8.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

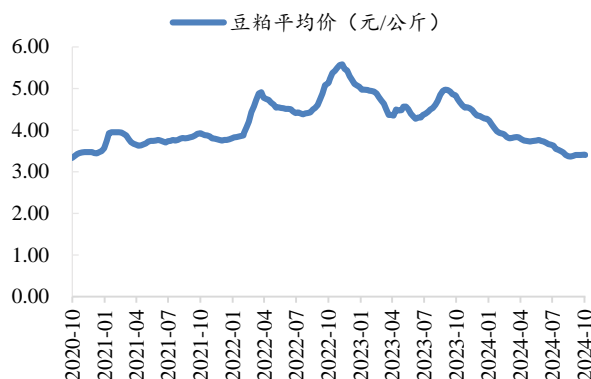
10月25日, 大豆现货价 4003.7 元/吨, 同比-19.3%。10月17日, 豆粕平均价格 3.4 元/公斤, 同比-27.6%。

图13: 2024年10月25日大豆现货价同比-19.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

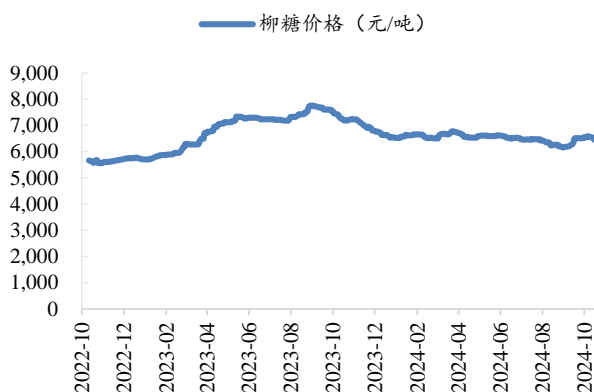
图14: 2024年10月17日豆粕平均价同比-27.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

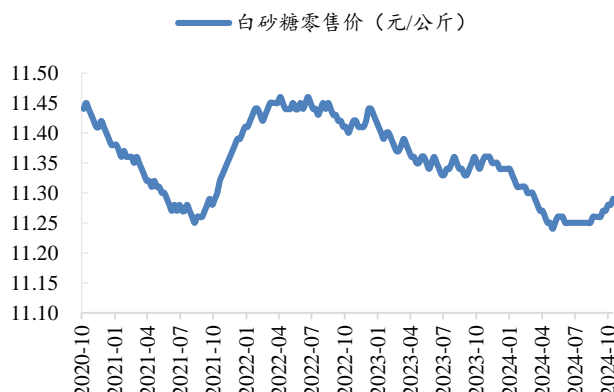
10月25日, 柳糖价格 6455.0 元/吨, 同比-10.5%; 10月18日, 白砂糖零售价格 11.3 元/公斤, 同比-0.5%。

图15: 2024年10月25日柳糖价格同比-10.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2024年10月18日白砂糖零售价同比-0.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 4、酒业数据新闻：1-9月中国规上企业白酒产量同比增2.3%

国家统计局数据显示，9月，中国规模以上企业白酒（折65度，商品量）产量为36.3万千升，同比下降9.9%；1-9月，中国规模以上企业累计白酒（折65度，商品量）产量298.0万千升，同比增长2.3%。9月，中国规模以上企业啤酒产量290.4万千升，同比增长1.4%；1-9月，中国规模以上企业累计啤酒产量2930.2万千升，同比下降1.5%。9月，中国规模以上企业葡萄酒产量1.1万千升，同比下降21.4%；1-9月，中国规模以上企业累计葡萄酒产量8.5万千升，同比下降8.6%（来源于糖酒快讯）。

10月20日，茅台酱香系列酒电商联谊会第二次会员大会在京成功召开。会议围绕电商工作回顾、现存问题以及未来工作建议等核心议题展开。会议认为，尽管有效需求不足、市场预期走弱、行业环境欠佳，但茅台酱香系列酒在电商的销售数据仍保持了小幅增长，电商队伍持续壮大，授权电商单位从34家增至36家，店铺数量也大幅增加，涵盖京东、天猫、抖音等多个主流电商平台（来源于酒说）。

10月22日，日本朝日啤酒公司宣布，受原材料价格和物流成本上涨的影响，将从2025年4月1日起提高包括主打产品朝日超爽啤酒等226种产品的价格，涨价产品占其所有产品的44%。涨价对象包括发泡酒、第三类啤酒、罐装烧酒、威士忌、进口葡萄酒等（来源于微酒）。

#### 5、备忘录：关注泸州老窖10月31日公布三季度报告

下周（10月28日-11月3日）将有4家公司召开股东大会，95家公司发布三季度报告。

**表1：最近重大事件备忘录：关注泸州老窖10月31日公布三季度报告**

日期	公司	股东会	业绩披露
2024-10-28	张裕A		三季度报告
2024-10-28	佳隆股份		三季度报告
2024-10-28	金达威		三季度报告
2024-10-28	天佑德酒		三季度报告
2024-10-28	麦趣尔		三季度报告
2024-10-28	交大昂立	上海市徐汇区(14:30)	
2024-10-28	安记食品		三季度报告
2024-10-28	元祖股份		三季度报告
2024-10-29	广弘控股		三季度报告
2024-10-29	承德露露		三季度报告
2024-10-29	顺鑫农业		三季度报告
2024-10-29	皇台酒业		三季度报告
2024-10-29	青岛食品		三季度报告
2024-10-29	阳光乳业		三季度报告
2024-10-29	三全食品		三季度报告
2024-10-29	克明食品		三季度报告
2024-10-29	盐津铺子		三季度报告

日期	公司	股东会	业绩披露
2024-10-29	西部牧业		三季度报告
2024-10-29	三只松鼠		三季度报告
2024-10-29	万辰集团		三季度报告
2024-10-29	欢乐家		三季度报告
2024-10-29	泉阳泉		三季度报告
2024-10-29	安琪酵母	湖北省宜昌市(14:30)	
2024-10-29	老白干酒	河北省衡水市(9:30)	
2024-10-29	舍得酒业		三季度报告
2024-10-29	会稽山		三季度报告
2024-10-29	海天味业		三季度报告
2024-10-29	安井食品		三季度报告
2024-10-29	口子窖		三季度报告
2024-10-29	日辰股份		三季度报告
2024-10-29	桃李面包		三季度报告
2024-10-29	李子园		三季度报告
2024-10-29	春雪食品		三季度报告
2024-10-29	康比特		三季度报告
2024-10-29	盖世食品		三季度报告
2024-10-30	黑芝麻		三季度报告
2024-10-30	双汇发展		三季度报告
2024-10-30	千味央厨		三季度报告
2024-10-30	涪陵榨菜		三季度报告
2024-10-30	金字火腿		三季度报告
2024-10-30	ST 加加		三季度报告
2024-10-30	桂发祥		三季度报告
2024-10-30	品渥食品		三季度报告
2024-10-30	海融科技		三季度报告
2024-10-30	立高食品	广州市白云区(14:00)	
2024-10-30	立高食品		三季度报告
2024-10-30	伊力特		三季度报告
2024-10-30	天润乳业		三季度报告
2024-10-30	交大昂立		三季度报告
2024-10-30	青岛啤酒		三季度报告
2024-10-30	广州酒家		三季度报告
2024-10-30	宝立食品		三季度报告
2024-10-30	迎驾贡酒		三季度报告
2024-10-30	五芳斋		三季度报告
2024-10-30	良品铺子		三季度报告
2024-10-30	来伊份		三季度报告
2024-10-30	威龙股份		三季度报告
2024-10-30	味知香		三季度报告
2024-10-30	均瑶健康		三季度报告
2024-10-30	东鹏饮料		三季度报告



日期	公司	股东会	业绩披露
2024-10-30	骑士乳业		三季度报告
2024-10-31	泸州老窖		三季度报告
2024-10-31	古井贡酒		三季度报告
2024-10-31	西王食品		三季度报告
2024-10-31	酒鬼酒		三季度报告
2024-10-31	五粮液		三季度报告
2024-10-31	洋河股份		三季度报告
2024-10-31	皇氏集团		三季度报告
2024-10-31	得利斯		三季度报告
2024-10-31	百润股份		三季度报告
2024-10-31	贝因美		三季度报告
2024-10-31	煌上煌		三季度报告
2024-10-31	海欣食品		三季度报告
2024-10-31	龙大美食		三季度报告
2024-10-31	燕塘乳业		三季度报告
2024-10-31	华统股份		三季度报告
2024-10-31	庄园牧场		三季度报告
2024-10-31	新乳业		三季度报告
2024-10-31	西麦食品		三季度报告
2024-10-31	光明肉业		三季度报告
2024-10-31	重庆啤酒		三季度报告
2024-10-31	莲花控股		三季度报告
2024-10-31	海南椰岛		三季度报告
2024-10-31	安琪酵母		三季度报告
2024-10-31	恒顺醋业		三季度报告
2024-10-31	ST 春天		三季度报告
2024-10-31	莫高股份		三季度报告
2024-10-31	老白干酒		三季度报告
2024-10-31	光明乳业		三季度报告
2024-10-31	金枫酒业		三季度报告
2024-10-31	岩石股份		三季度报告
2024-10-31	水井坊		三季度报告
2024-10-31	山西汾酒		三季度报告
2024-10-31	妙可蓝多		三季度报告
2024-10-31	伊利股份		三季度报告
2024-10-31	千禾味业		三季度报告
2024-10-31	今世缘		三季度报告
2024-10-31	香飘飘		三季度报告
2024-10-31	南侨食品		三季度报告

资料来源：Wind、开源证券研究所

**表2：关注 10 月 20 日发布的行业周报**

报告类型	报告名称	时间
行业周报	短期需求平淡，关注三季报催化	10月20日
公司点评	甘源食品：公司收入增长稳健，三季度利润率超预期	10月24日
公司点评	劲仔食品：收入增长稳健，利润增速亮眼	10月25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	1558.9	70.60	83.21	97.21	22.1	18.7	16.0
五粮液	买入	148.1	8.72	9.70	10.65	17.0	15.3	13.9
泸州老窖	买入	136.6	11.18	13.60	16.28	12.2	10.0	8.4
洋河股份	增持	86.3	6.79	6.99	7.36	12.7	12.4	11.7
山西汾酒	买入	195.0	10.52	12.35	14.69	18.5	15.8	13.3
口子窖	增持	42.4	3.18	3.47	3.79	13.3	12.2	11.2
古井贡酒	增持	193.2	11.16	13.94	17.51	17.3	13.9	11.0
金徽酒	增持	20.3	0.78	0.97	1.19	26.1	20.9	17.1
伊利股份	买入	26.7	1.83	1.82	1.98	14.6	14.7	13.5
双汇发展	增持	24.6	1.41	1.51	1.59	17.4	16.3	15.4
中炬高新	增持	23.9	0.90	1.10	1.41	26.5	21.7	16.9
涪陵榨菜	增持	14.7	0.81	0.90	1.00	18.1	16.3	14.7
海天味业	买入	44.3	1.12	1.27	1.43	39.6	34.9	31.0
恒顺醋业	增持	7.9	0.13	0.15	0.19	60.7	52.6	41.5
西麦食品	增持	12.6	0.59	0.72	0.86	21.4	17.5	14.7
嘉必优	买入	20.9	0.80	1.00	1.26	26.1	20.9	16.6
绝味食品	增持	18.0	1.10	1.28	1.45	16.4	14.1	12.4
煌上煌	增持	7.4	0.18	0.23	0.31	41.3	32.3	24.0
广州酒家	增持	15.8	1.00	1.14	1.30	15.8	13.8	12.1
甘源食品	买入	70.2	4.63	5.85	7.22	15.2	12.0	9.7
劲仔食品	增持	12.7	0.69	0.86	1.06	18.3	14.7	11.9
天味食品	增持	13.6	0.50	0.59	0.69	27.2	23.0	19.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024 年 10 月 25 日，盈利预测均采用开源证券预测值）

## 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