

餐饮出行链修复 软饮板块复苏中

2023 年 03 月 29 日

► **行业：节后消费场景全面恢复，看好软饮料需求稳步复苏。**线下商超：2 月软饮料线下商超渠道实现销售额 27.08 亿元，同比-27.86%，增速环比提升-62.5pct；1-2 月累计销售额 101.9 亿元，同比+9.4%。线上淘系：2 月线上淘系渠道软饮料实现销售额 15.31 亿元，同比+17.34%，环比增速提升+51.19pct，线上销售额同比转增。年初至今累计实现销售额 29.51 亿元，同比-12.70%，主因春节快递放假，电商平台节前一周停止发货所致，节后人流物流已恢复常态。

► **品类：各品类均有恢复，健康饮品增速较高。**线下商超：线下商超渠道中，2 月茶饮料/奶茶/果蔬饮料分别实现销售额 6.77/1.52/18.78 亿元，分别同比-16.7%/-34.1%/-30.7%，环比-46.4/-44.0/-68.5pct；1-2 月累计销售额分别 19.73/1.52/58.11 亿元，分别同比+8.8%/-7.9%/+11.0%。23 年春节返乡人数大幅增加，结伴出行、聚餐活动增多，叠加健康观念升级，果蔬饮料与茶饮料线下消费反弹趋势明显。线上淘系：2 月线上淘系渠道饮料/冲饮品/冲饮谷物/其他饮品分别实现 8.19/5.22/1.50/0.41 亿元销售额，同比+22.0%/+15.6%/-2.92%/+52.4%。线上消费需求同步复苏，展现软饮料行业较强的消费韧性。

► **公司：赠礼佳品线下迎销售热潮，能量饮料线上领跑全行业。**线下商超：2 月线下商超香飘飘/承德露露/养元饮品分别实现销售额 0.76/0.71/1.10 亿元，分别同比-36.2%/-60.1%/-62.6%，1-2 月累计销售额 2.91/7.91/6.31 亿元，同比+2.95%/+3.04%/-0.43%。香飘飘即饮新品不断放量；承德露露旗下产品赠礼属性强，春节迎来销售热潮；养元饮品节后消费复苏疲软。线上淘系：2 月线上淘系渠道农夫山泉/元气森林/香飘飘/东鹏饮料/养元饮品/承德露露/娃哈哈分别实现销售额 77.07/16.48/11.28/5.48/1.89/1.70/14.02 亿元，同比-8.4%/-40.0%/-28.3%/+73.3%/-78.6%/+4.2%/-54.0%。销售额方面，能量饮料增长迅猛，东鹏饮料领跑全行业；大部分品牌同比略有下降，但环比上月增速仍有所上升，线上消费需求逐步修复；养元饮品线上销售遇冷。

► **投资建议：**随着疫后消费场景与经济活动正常化，软饮料板块有望加速修复。各家新品储备充足，年内创造增量，全国化逻辑持续推进。成本端 PET 瓶价格受油价下跌和上游供需格局变化的因素共振，预计全年保持下行，利好下游乳企业绩释放。综合考虑行业目前景气度上行，叠加旺季将至，推荐有持续扩张潜力和新品增量逻辑的标的：东鹏饮料（功能饮料龙头基本面扎实，23 年系海外扩张元年，新品贡献增量老品加速全国化，原材料锁价成本端压力缓和），李子园（区域扩张招商布局、餐饮新渠道拓展、“华与华”品牌辅导，国产大包粉替代进口释放业绩弹性）、香飘飘（冲泡类春节修复之势确立，即饮团队搭建叠加品类持续加大投放有助旺季放量、兰芳园海外进驻 Costco 创造增量）。

► **风险提示：**宏观经济超预期波动导致需求端受损，原材料价格波动超预期，食品安全风险等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
603711.SH	香飘飘	18.62	0.54	0.51	0.66	34	36	28	推荐
605337.SH	李子园	24.88	0.87	0.73	0.98	29	34	25	推荐
605499.SH	东鹏饮料	192.00	2.98	3.60	4.51	64	53	43	推荐
603156.SH	养元饮品	22.31	1.67	1.20	1.48	13	19	15	-
000848.SZ	承德露露	8.71	0.53	0.57	0.66	16	15	13	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价；未覆盖数据采用 wind 一致预期)

推荐

维持评级


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

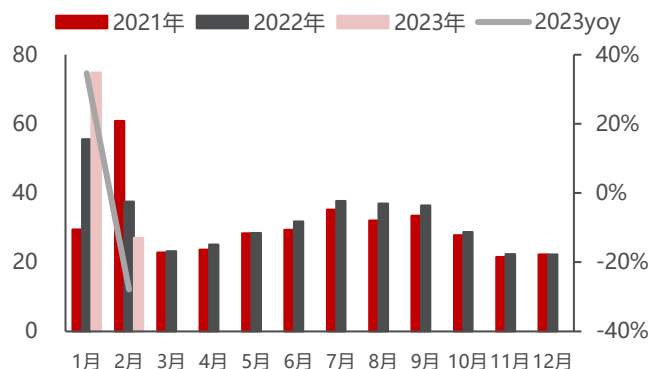
- 1.民生饮食周报 20230326：年度业绩持续验证，坚定板块配置信心-2023/03/26
- 2.民生饮食周报 20230320：把握波动调整机会，关注业绩验证表现-2023/03/20
- 3.民生饮食周报 20230313：坚定板块配置价值，关注啤酒旺季表现-2023/03/13
- 4.乳制品 1 月商超&2 月淘系月度数据跟踪：春节礼赠需求催化，线下销售加速恢复-2023/03/09
- 5.民生饮食周报 20230306：坚守价值护城河，挖掘成长新动能-2023/03/06

目录

1 软饮料 2 月线下商超渠道数据跟踪.....	3
2 软饮料 2 月线上电商平台数据跟踪.....	6
3 投资建议	9
3.1 行业投资建议.....	9
3.2 重点公司推荐.....	9
4 风险提示	12
插图目录	13
表格目录	13

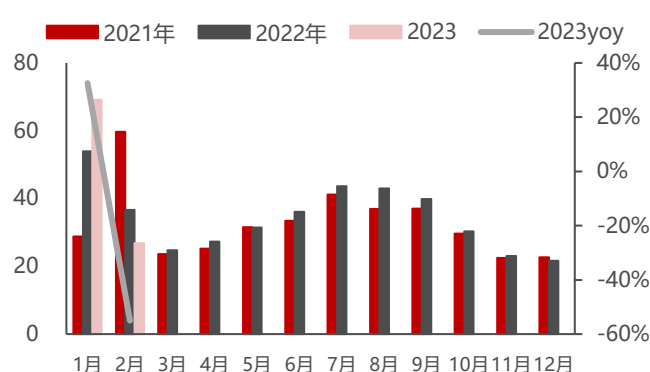
1 软饮料 2 月线下商超渠道数据跟踪

图1：2 月商超渠道软饮料销售额同比-27.86%(亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2 月商超渠道软饮料销售量同比-26.93%(万吨)



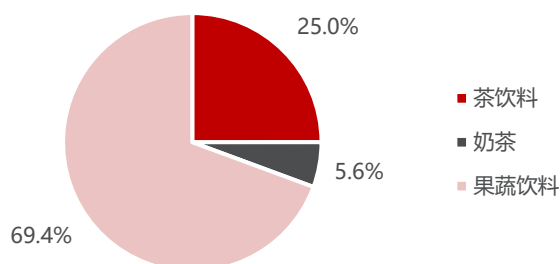
资料来源：wind，民生证券研究院

表1：2 月商超渠道软饮料各品类销售额情况

品类	茶饮料	奶茶	果蔬饮料
2 月销售额 (亿元)	6.77	1.52	18.78
同比	-16.7%↓	-34.1%↓	-30.7%↓
相比 1 月增速	-46.4pct	-44.0pct	-68.5pct
年初至今 (亿元)	19.73	1.52	58.11
同比	+8.8%↑	-7.9%↑	+11.0%↑

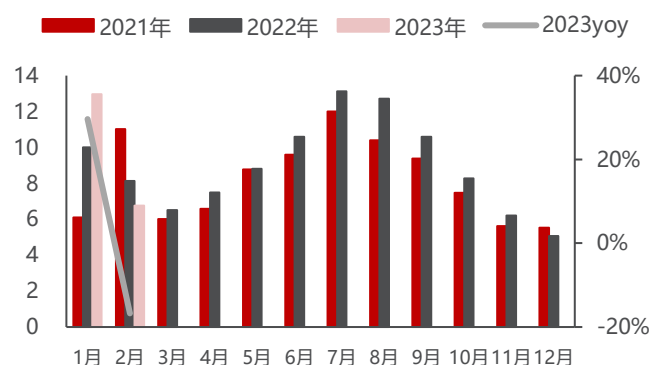
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图3：2 月商超渠道软饮料各品类销售额占比

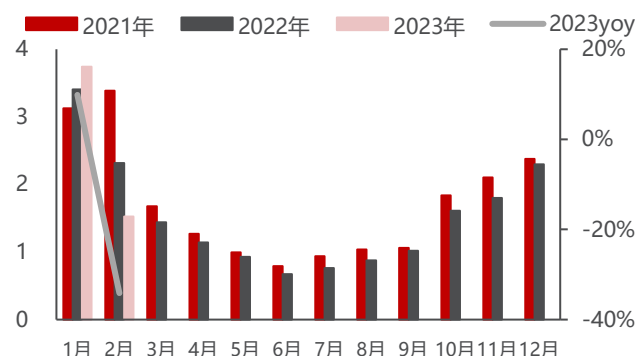


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

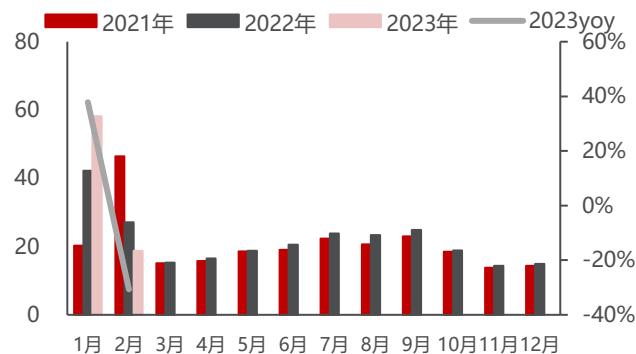
图4：2 月商超渠道茶饮料销售额同比-16.7%(亿元)



资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图5：2月商超渠道奶茶销售额同比-34.1%(亿元)


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

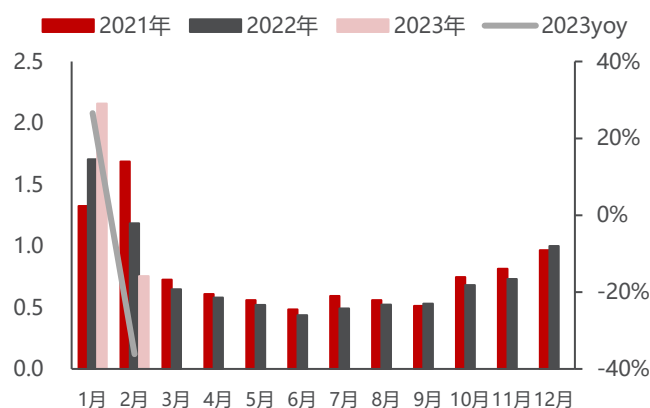
图6：2月商超渠道果蔬饮料销售额同比-30.7%(亿元)


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

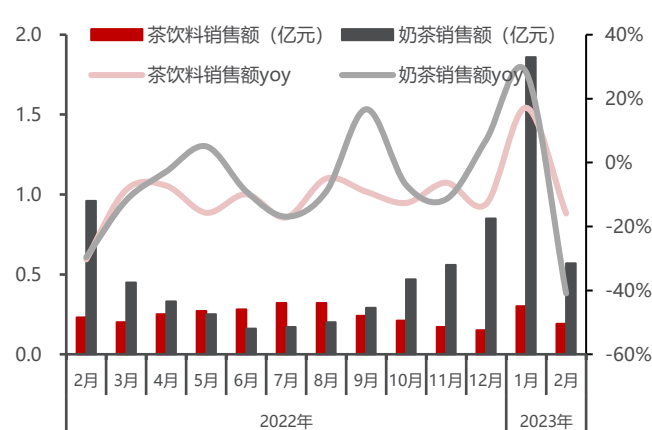
表2：2月商超渠道软饮料各品牌销售额情况

品牌	香飘飘	承德露露	养元饮品
销售额(亿元)	0.76	0.71	1.10
同比2022年	-36.16%↓	-59.75%↑	-62.57%↓
相比2022年1月增速	-62.71pct	-96.08pct	-115.43pct

资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

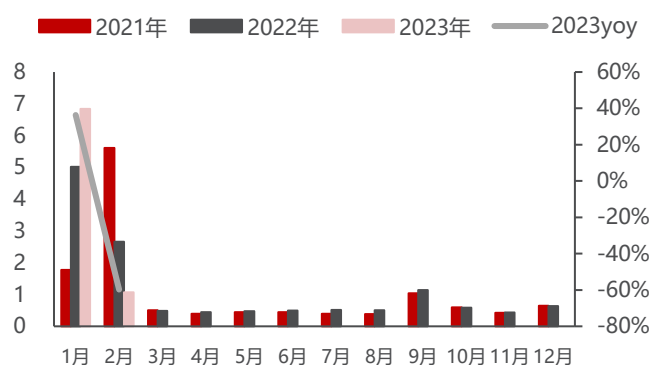
图7：2月香飘飘商超销售额同比-36.16%(亿元)


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图8：香飘飘商超渠道茶饮料、奶茶销售额


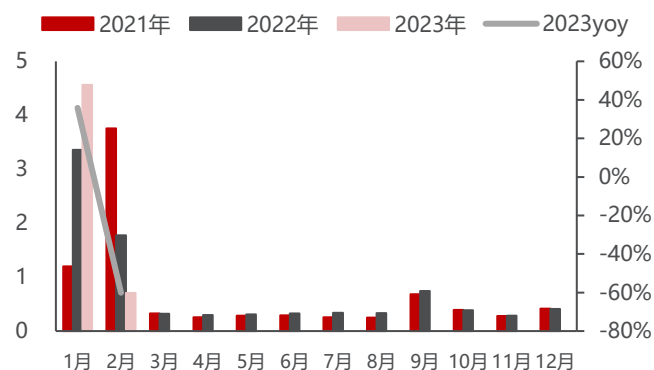
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图9：2月承德露露商超销售额同比-59.8%(亿元)



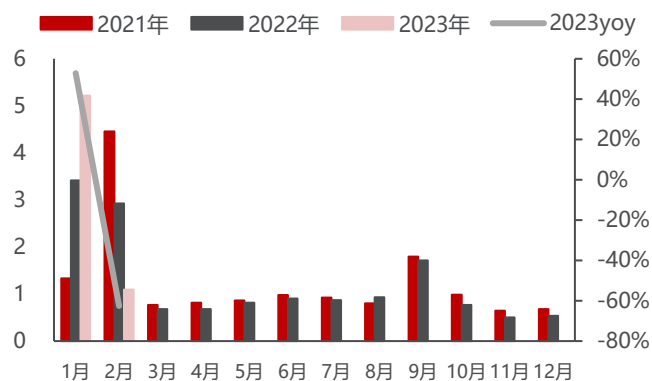
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图10：2月承德露露商超销售量同比-60.1%(万吨)



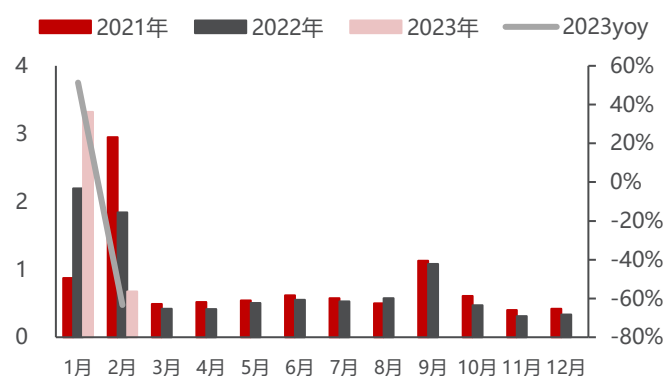
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图11：2月养元饮品商超销售额同比-62.6%(亿元)



资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图12：2月养元饮品商超销售量同比-63.6%(万吨)



资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

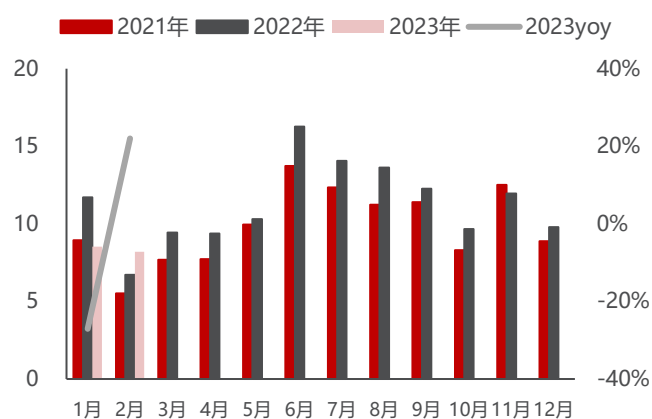
2 软饮料 2 月线上电商平台数据跟踪

表3：2 月淘系软饮料各品类销售额情况

品类	饮料	冲饮品	冲饮谷物	其他饮品
2 月销售额 (亿元)	8.19	5.22	2.60	0.41
同比	+22.0%↑	+15.6%↑	-2.92%↓	+52.4%↑
相比 1 月增速	+49.1pct	+58.4pct	+42.1pct	+70.9pct
年初至今(亿元)	16.73	8.99	2.60	1.20
同比	-5.0%↓	-19.5%↓	-26.7%↓	+76.5%↑

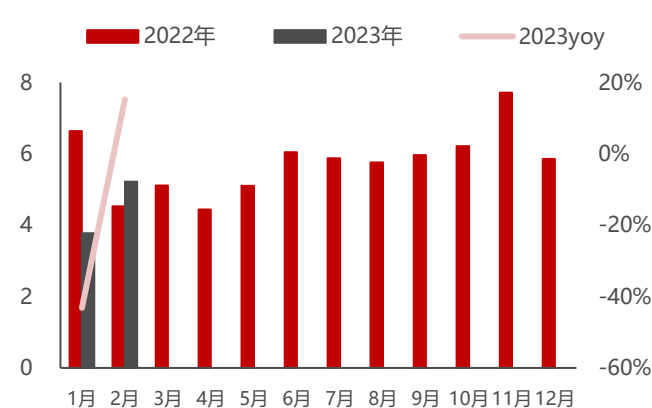
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图13：2 月淘系**饮料**销售额同比+22.0%(亿元)



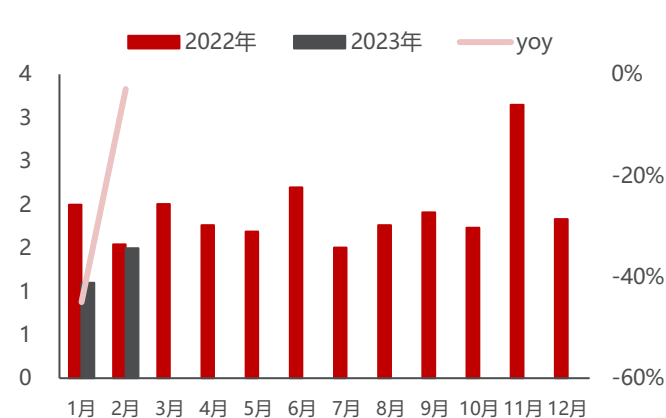
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图14：2 月淘系**冲饮品**销售额同比+15.6%(亿元)



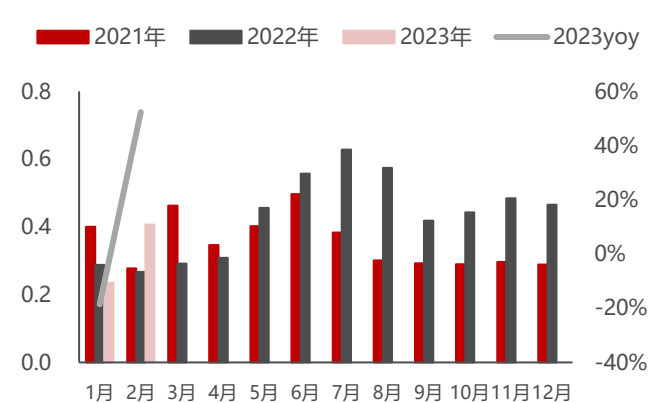
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图15：2 月淘系**冲饮谷物**销售额同比-2.9%(亿元)



资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图16：2 月淘系**其他饮品**销售额同比+52.4%(亿元)

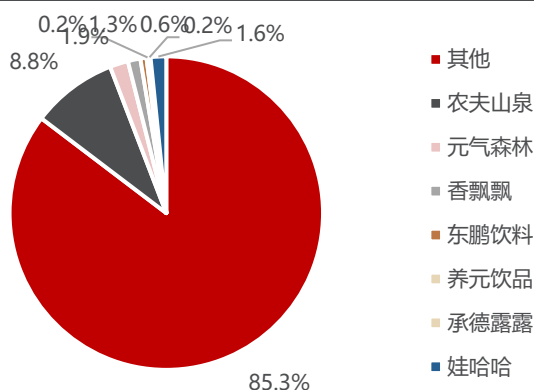


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

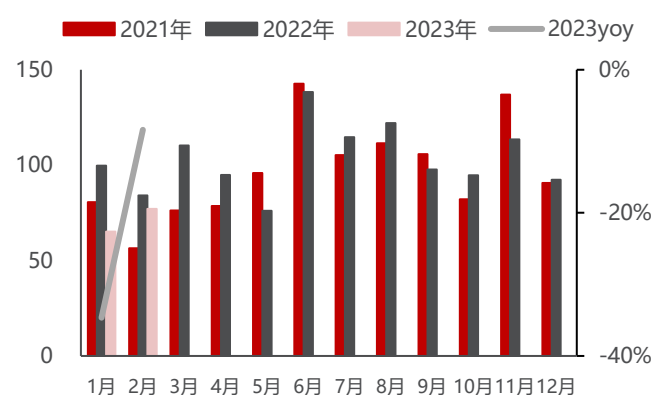
表4：2月淘系软饮料各品牌销售额情况

品牌	农夫山泉	元气森林	香飘飘	东鹏饮料	养元饮品	承德露露	娃哈哈
销售额 (百万元)	77.07	16.48	11.28	5.48	1.89	1.70	14.02
同比	-8.4%↓	-40.0%↓	-28.3%↓	+73.3%↑	-78.6%↓	+4.2%↑	-14.4%↓
相比 2023 年 1 月增速	+26.3pct	-6.5pct	+26.6pct	+110.7pct	-36.4pct	+38.5pct	+35.7pct

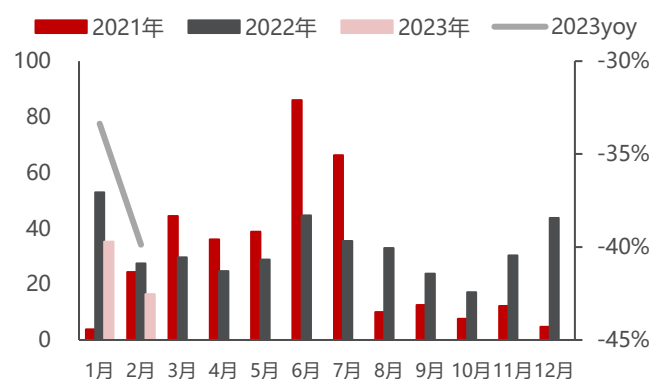
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图17：2月淘系软饮料各品牌市占率


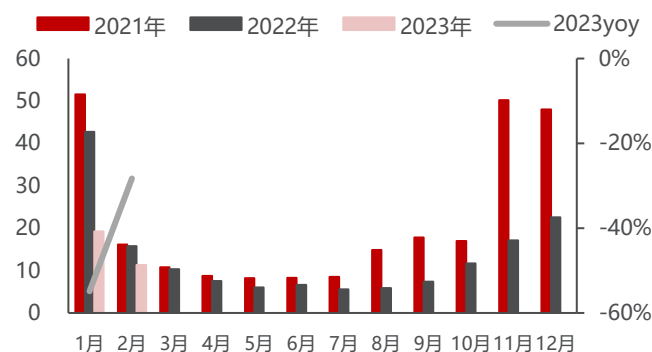
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图18：2月淘系农夫山泉销售额同比-8.4%(百万元)


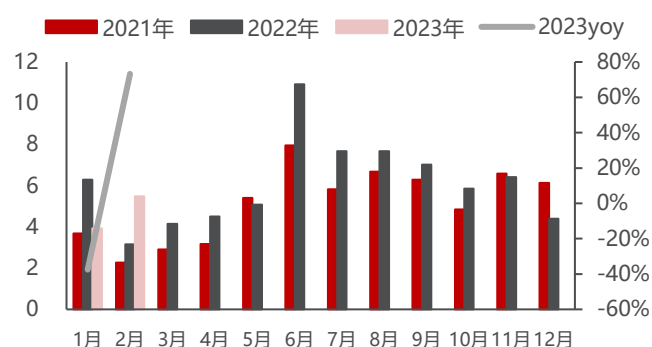
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图19：2月淘系元气森林销售额同比-40.0%(百万元)


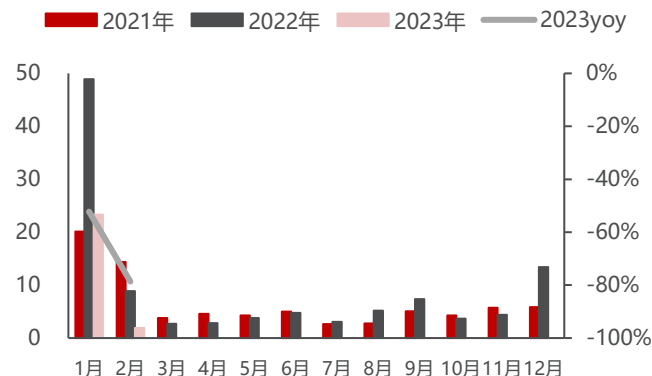
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图20：2月淘系香飘飘销售额同比-28.3%(百万元)


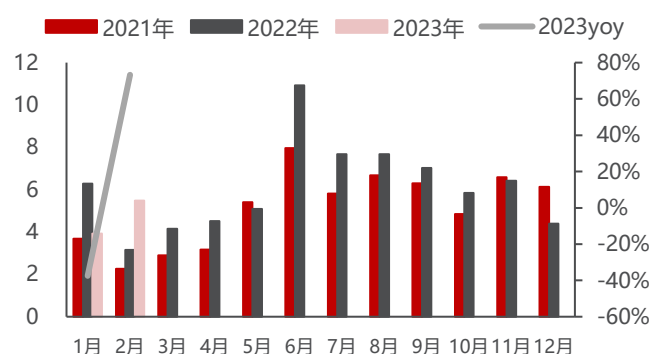
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图21：2月淘系东鹏饮料销售额同比+73.3%(百万元)


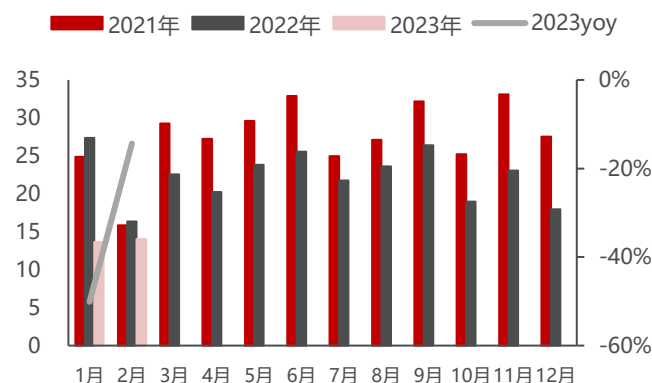
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图22：2月淘系养元饮品销售额同比-78.6%(百万元)


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图23：2月淘系承德露露销售额同比+4.2%(百万元)


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图24：2月淘系娃哈哈销售额同比-14.4%(百万元)


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

3 投资建议

3.1 行业投资建议

随着疫后消费场景与经济活动正常化，软饮料板块有望加速修复。各家新品储备充足，年内创造增量，全国化逻辑持续推进。成本端 PET 瓶价格受油价下跌和上游供需格局变化的因素共振，预计全年保持下行，利好下游乳企业绩释放。

综合考虑行业目前景气度上行，叠加旺季将至，推荐有持续扩张潜力和新品增量逻辑的标的：**东鹏饮料**（功能饮料龙头基本面扎实，23 年系海外扩张元年，新品贡献增量老品加速全国化，原材料锁价成本端压力缓和），**李子园**（区域扩张招商布局、餐饮新渠道拓展、“华与华”品牌辅导，国产大包粉替代进口释放业绩弹性）、**香飘飘**（冲泡条线春节修复之势确立，即饮条线人才团队搭建叠加品类持续加大投放有助旺季放量、兰芳园海外进驻 Costco 创造增量）。

3.2 重点公司推荐

东鹏饮料：功能饮料龙头基本面扎实 全国化布局加速中

投资建议：产品端：积极打造“能量+”矩阵，能量饮料大单品占据消费者心智，公司一方面围绕能量饮料扩展出加气、0 糖、她能、金罐等新品以满足消费者求新猎奇的口味追求，另一方面由能量饮料逐渐向柑柠檬茶、咖啡、包装饮用水、生榨油柑汁纵向延伸，以攫取更多目标客群、适应更多消费场景。**渠道端：**公司稳步提升销售网络的广度和深度，进一步深化全国化布局，省外扩展持续推进。旺季将至终端动销旺盛，饮用量及饮用频次双增，叠加公司持续开拓终端网点，渠道运营能力进一步加强，通过渠道端的冰柜投放和产品冰冻化陈列等举措提升产品曝光率，带动收入快速增长。**成本端：**全年成本公司费用精细化管理成效显著，叠加原材料价格高位回落进一步释放成本压力。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 85.0/104.6/127.1 亿元，同比 21.8%/23.0%/21.6%，归母净利润分别为 14.4/18.0/23.0 亿元，同比 20.8%/25.2%/27.5%，当前股价对应 PE 分别为 53/43/33 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）原材料价格上行；（2）全国化扩张进程不及预期；（3）食品安全问题。

表5：东鹏饮料盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,978	8,502	10,455	12,714
增长率（%）	40.7	21.8	23.0	21.6
归属母公司股东净利润（百万元）	1,193	1,441	1,804	2,300
增长率（%）	46.9	20.8	25.2	27.5
每股收益（元）	2.98	3.60	4.51	5.75
PE（现价）	64	53	43	33
PB	18.1	15.1	12.5	10.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价）

香飘飘：冲泡基本盘稳定修复 即饮独立运营加强投入

投资建议：分业务看（1）“冲泡”条线 22 年受外部因素影响营收表现稍弱，但受益于年初部分产品提价，全年利润水平仍有提升。23 年初消费场景和餐饮出行链恢复，叠加春节走亲访友礼赠需求激增，冲泡产品春节动销。作为杯装奶茶第一品牌，持续下沉和公司的冲泡基本盘年内恢复可期（2）“即饮”条线系公司 2018 年着力打造的第二生长曲线，公司已于 23 年年初成立独立的即饮销售团队。未来随着新团队不断完善人员结构、叠加公司持续加大兰芳园和 Meco 双品牌的资源投放力度，配合两大品牌 23 年丰富的新品储备，新品兰芳园冻柠茶、香飘飘牛乳茶反馈积极，即饮营收端有望实现高增，未来 2-3 年实现盈利。此外成本端压力已缓解，盈利弹性充分释放。预计公司 2022-2024 年营收分别为 31.2/39.9/45.5 亿元，同比 -10.1%/27.9%/14.1%，归母净利润分别为 2.1/2.7/3.7 亿元，同比 -5.8%/29.1%/37.6%，当前股价对应 PE 分别为 36/28/21 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）新品推广不及预期；（2）行业竞争加剧；（3）食品安全问题。

表6：香飘飘盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,466	3,117	3,985	4,546
增长率（%）	-7.8	-10.1	27.9	14.1
归属母公司股东净利润（百万元）	223	210	271	373
增长率（%）	-37.9	-5.8	29.1	37.6
每股收益（元）	0.54	0.51	0.66	0.91
PE（现价）	34	36	28	21
PB	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价）

李子园：空白市场稳步开拓 大包粉国产替代进口释放业绩弹性

投资建议：公司作为甜牛奶龙头，含乳饮料产品属性介于乳制品和饮料之间，具

备错位竞争优势。**产品端**：以甜牛奶为基本盘，逐渐丰富新口味和新规格。除 22 年上市的 280 系列外，23 年初推出经典大单品的“0 蔗糖”版本，包装配方同时升级，全市场全渠道切入，年内贡献增量。**渠道端**：渠道方面成熟市场持续下沉，提升产品的市场能见度及单点产出。外围市场采用先特通再流通的战术，在封闭渠道抢占部分消费者心智后再进入流通渠道。23 年新拓产线增加 1L 装重点发力餐饮渠道。**利润端**：一方面 23 年将持续受益于 22 年中的提价（八成以上产品提价 6-9%），去年已在全渠道传导完毕，另一方面公司年内将逐渐用成本更优的国产大包粉替代进口大包粉，利润弹性空间可期。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 14.0/18.2/22.2 亿元，同比-4.5%/29.4%/22.1%，归母净利润分别为 2.2/3.0/3.8 亿元，同比-15.6%/34.3%/28.9%，当前股价对应 PE 分别为 34/25/20 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）空白市场开拓受阻；（2）新品推广不及预期；（3）行业竞争加剧；（4）食品安全问题等。

表7：李子园盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,470	1,404	1,817	2,217
增长率（%）	35.1	-4.5	29.4	22.1
归属母公司股东净利润（百万元）	262	222	297	383
增长率（%）	22.3	-15.6	34.3	28.9
每股收益（元）	0.87	0.73	0.98	1.26
PE（现价）	29	34	25	20
PB	4.7	4.4	3.9	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价）

4 风险提示

1) 宏观经济超预期波动导致需求端受损：宏观经济政策波动影响居民消费意愿，软饮料中可选消费需求下降。

2) 原材料价格波动超预期：软饮料中白砂糖、PET、马口铁等原材料占成本比重较大，若原材料价格波动程度过大，可能会对市场造成一定影响。

3) 食品安全风险：食品生产流程较长，加工环节较多，若出现某一环节出现食品安全问题，将对品牌及公司形成负面影响。

插图目录

图 1: 2 月商超渠道软饮料销售额同比-27.86%(亿元).....	3
图 2: 2 月商超渠道软饮料销售量同比-26.93%(万吨).....	3
图 3: 2 月商超渠道软饮料各品类销售额占比.....	3
图 4: 2 月商超渠道茶饮料销售额同比-16.7%(亿元).....	3
图 5: 2 月商超渠道奶茶销售额同比-34.1%(亿元).....	4
图 6: 2 月商超渠道果蔬饮料销售额同比-30.7%(亿元).....	4
图 7: 2 月香飘飘商超销售额同比-36.16%(亿元).....	4
图 8: 香飘飘商超渠道茶饮料、奶茶销售额.....	4
图 9: 2 月承德露露商超销售额同比-59.8%(亿元).....	5
图 10: 2 月承德露露商超销售量同比-60.1%(万吨).....	5
图 11: 2 月养元饮品商超销售额同比-62.6%(亿元).....	5
图 12: 2 月养元饮品商超销售量同比-63.6%(万吨).....	5
图 13: 2 月淘系饮料销售额同比+22.0%(亿元).....	6
图 14: 2 月淘系冲饮品销售额同比+15.6%(亿元).....	6
图 15: 2 月淘系冲饮谷物销售额同比-2.9%(亿元).....	6
图 16: 2 月淘系其他饮品销售额同比+52.4%(亿元).....	6
图 17: 2 月淘系软饮料各品牌市占率.....	7
图 18: 2 月淘系农夫山泉销售额同比-8.4%(百万元).....	7
图 19: 2 月淘系元气森林销售额同比-40.0%(百万元).....	7
图 20: 2 月淘系香飘飘销售额同比-28.3%(百万元).....	7
图 21: 2 月淘系东鹏饮料销售额同比+73.3%(百万元).....	8
图 22: 2 月淘系养元饮品销售额同比-78.6%(百万元).....	8
图 23: 2 月淘系承德露露销售额同比+4.2%(百万元).....	8
图 24: 2 月淘系娃哈哈销售额同比-14.4%(百万元).....	8

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2 月商超渠道软饮料各品类销售额情况.....	3
表 2: 2 月商超渠道软饮料各品牌销售额情况.....	4
表 3: 2 月淘系软饮料各品类销售额情况.....	6
表 4: 2 月淘系软饮料各品牌销售额情况.....	7
表 5: 东鹏饮料盈利预测与财务指标.....	10
表 6: 香飘飘盈利预测与财务指标.....	10
表 7: 李子园盈利预测与财务指标.....	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026