食品饮料

2020 年 10 月 18 日

糖酒会反馈积极，白酒升级趋势持续

——行业周报

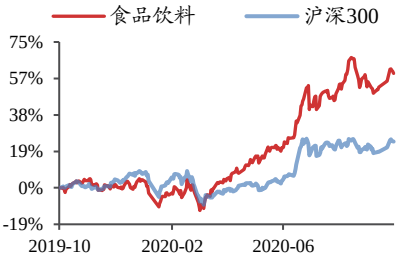
张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（联系人）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790120040011

叶松霖（联系人）
yesonglin@kysec.cn
证书编号：S0790120030038

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-节日消费如期增长，关注秋糖渠道反馈》-2020.10.11

《行业周报-茅台价格预期稳定，五粮液新品抢先机》-2020.9.27

《行业周报-茅台龙头地位稳固，重庆啤酒开启新征程》-2020.9.20

● **核心观点：动销旺盛，分化加剧**

2020 年秋季糖酒会火热程度较高，表现为名酒积极展开论坛和招商，经销商具有较高参与热情，背后反映出产业信心基本恢复。渠道反馈中秋旺季白酒消费环比改善明显，验证我们此前对白酒中秋消费旺盛的判断，且消费结构上高端白酒动销平稳、次高端白酒环比改善明显，白酒消费升级趋势持续。具体来看：（1）高端白酒需求稳健，景气度最高。消费、投资属性两旺，贵州茅台价格维持高位。五粮液需求稳健，流通动销顺畅，团购进展顺利，公司在价格管理上有质的变化，旺季价格超预期平稳。国窖价格坚挺，回款动销顺利，华东、河南等弱势地区发力明显。（2）次高端动销明显复苏，但内部亦有分化。其中酱酒势头强劲，抢占浓香次高端市场份额，上半年国台、茅台系列酒等动销良好。剑南春宴席发力明显，持续高增，酒鬼品牌重新梳理招商回款环比转正，汾酒青花系列动销顺畅，库存去化顺利，洋河 M6+渠道反馈良好。（3）低端光瓶酒消费趋势平稳，升级有序进行。高线光瓶酒取代低端盒装酒空间广阔。疫情背景下，自饮场景增加，白牛二等低端光瓶酒受影响小，且集中度提升明显，光瓶主要招商品种是 40-50 元产品。高线光瓶酒取代低端盒装酒空间广阔，牛栏山有序引导经销商向 50 元价位段升级，玻汾提价顺利，需求旺盛。

● **推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业**

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，批价持续走高。直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率加速增长。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计全年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新淡季增速略有回落，公司已积极调整费用投放节奏，确保全年目标达成。目前公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行，估计全年可顺利达成目标。（4）海天味业动销良性发展，考虑三季度进入淡季，预计营收增速可能略有回落。目前开启新一轮招商以拓展品类，进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

● **板块行情回顾：食品饮料跑赢大盘**

10 月 12 日-10 月 16 日，食品饮料指数涨幅为 2.5%，子行业中排名第 10，略高于沪深 300 0.1pct，子行业中白酒（3.2%）、其他酒类（2.9%）及调味发酵品（2.9%）涨幅较大。糖酒会反馈积极，白酒板块走高带动食品饮料行业增长。个股方面，仙乐健康、洋河股份、酒鬼酒等涨幅领先；燕京啤酒、妙可蓝多、皇氏集团等跌幅居前。

● **重点新闻：2021 年茅台酒基酒产能目标为 5.53 万吨。**

10 月 15 日，在茅台集团 “2021 年度生产·质量大会”上，茅台集团方面表示，2021 年，茅台酒基酒产能目标为 5.53 万吨，系列酒产量目标为 2.9 万吨（来源于酒业家）。

● **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。

目 录

1、每周观点：动销旺盛，分化加剧 3
2、市场表现：食品饮料跑赢沪深 300 3
3、上游数据：多数农产品价格上行 4
4、酒业数据新闻：2021 年茅台酒基酒产能目标为 5.53 万吨 6
5、备忘录：关注 10 月 24 日桃李面包披露三季报 7
6、风险提示 10

图表目录

图 1： 上周食品饮料涨幅 2.5%，排名 10/28 3
图 2： 上周白酒、其他酒类、调味发酵品表现相对较好 3
图 3： 上周仙乐健康、洋河股份、酒鬼酒等涨幅领先 4
图 4： 上周燕京啤酒、妙可蓝多、皇氏集团等跌幅居前 4
图 5： 2020 年 10 月 6 日 GDT 全脂奶粉中标价同比-3.2% 4
图 6： 2020 年 10 月 7 日生鲜乳价格同比+4.2% 4
图 7： 2020 年 10 月 16 日猪肉价格同比-14.0% 5
图 8： 2020 年 6 月生猪存栏数量同比-2.2% 5
图 9： 2020 年 3 月能繁母猪数量同比-19.1% 5
图 10： 2020 年 10 月 7 日白条鸡价格同比-8.7% 5
图 11： 2020 年 8 月进口大麦价格同比-18.1% 5
图 12： 2020 年 8 月进口大麦数量同比+91.3% 5
图 13： 2020 年 10 月 16 日大豆现货价同比+19.0% 6
图 14： 2020 年 10 月 7 日豆粕平均价同比+1.2% 6
图 15： 2020 年 10 月 16 日柳糖价格同比-2.6% 6
图 16： 2020 年 10 月 9 日白砂糖零售价同比+2.4% 6

表 1： 最近重大事件备忘录：关注 10 月 23 日桃李面包三季报 7
表 2： 关注 10 月 11 日发布的行业周报 9
表 3： 重点公司盈利预测及估值 9

1、每周观点：动销旺盛，分化加剧

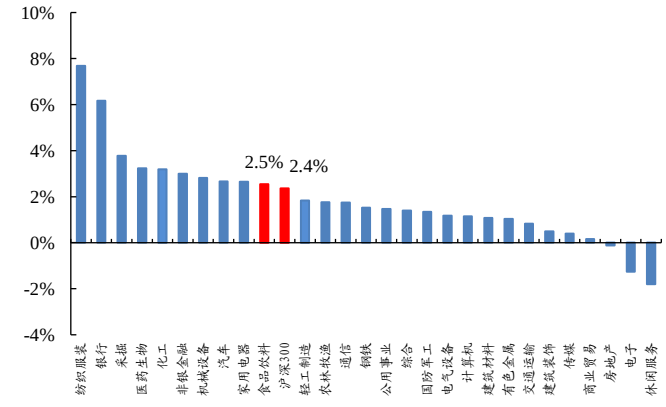
10 月 12 日-10 月 16 日，食品饮料指数涨幅为 2.5%，子行业中排名第 10，略高于沪深 300 0.1pct，子行业中白酒（3.2%）、其他酒类（2.9%）及调味发酵品（2.9%）涨幅较大。糖酒会反馈积极，白酒板块走高带动食品饮料行业增长。个股方面，仙乐健康、洋河股份、酒鬼酒等涨幅领先；燕京啤酒、妙可蓝多、皇氏集团等跌幅居前。

2020 年秋季糖酒会火热程度较高，表现为名酒积极展开论坛和招商，经销商具有较高参与热情，背后反映出产业信心基本恢复。渠道反馈中秋旺季白酒消费环比改善明显，验证我们此前对白酒中秋消费旺盛的判断，且消费结构上高端白酒动销平稳、次高端白酒环比改善明显，白酒消费升级趋势持续。具体来看：（1）高端白酒需求稳健，景气度最高。消费、投资属性两旺，贵州茅台价格维持高位。五粮液需求稳健，流通动销顺畅，团购进展顺利，公司在价格管理上有质的变化，旺季价格超预期平稳。国窖价格坚挺，回款动销顺利，华东、河南等弱势地区发力明显。（2）次高端动销明显复苏，但内部亦有分化。其中酱酒势头强劲，抢占浓香次高端市场份额，上半年国台、茅台系列酒等动销良好。剑南春宴席发力明显，持续高增，酒鬼品牌重新梳理招商回款环比转正，汾酒青花系列动销顺畅，库存去化顺利，洋河 M6+渠道反馈良好。（3）低端光瓶酒消费趋势平稳，升级有序进行。高线光瓶酒取代低端盒装酒空间广阔。疫情背景下，自饮场景增加，白牛二等低端光瓶酒受影响小，且集中度提升明显，光瓶主要招商品种是 40-50 元产品。高线光瓶酒取代低端盒装酒空间广阔，牛栏山有序引导经销商向 50 元价位段升级，玻汾提价顺利，需求旺盛。

2、市场表现：食品饮料跑赢沪深 300

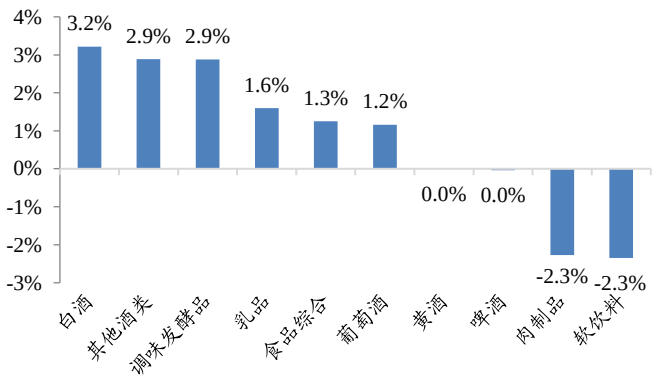
10 月 12 日-10 月 16 日，食品饮料指数涨幅为 2.5%，子行业中排名第 10，略高于沪深 300 0.1pct，子行业中白酒（3.2%）、其他酒类（2.9%）及调味发酵品（2.9%）涨幅较大。糖酒会反馈积极，白酒板块走高带动食品饮料行业增长。个股方面，仙乐健康、洋河股份、酒鬼酒等涨幅领先；燕京啤酒、妙可蓝多、皇氏集团等跌幅居前。

图1：上周食品饮料涨幅 2.5%，排名 10/28



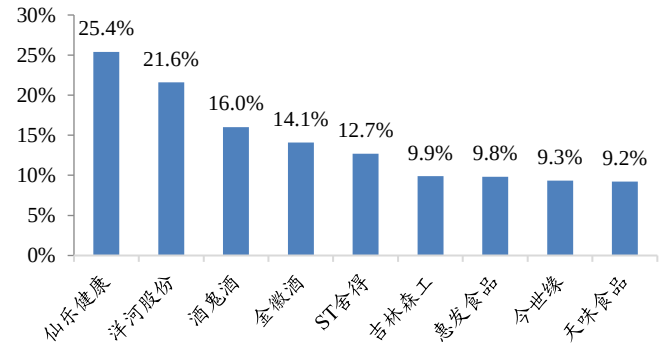
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：上周白酒、其他酒类、调味发酵品表现相对较好



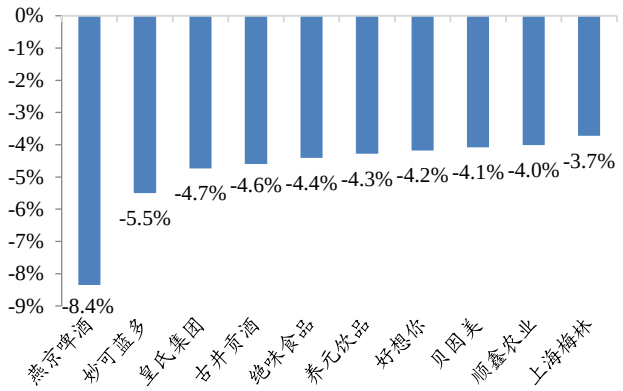
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上周仙乐健康、洋河股份、酒鬼酒等涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：上周燕京啤酒、妙可蓝多、皇氏集团等跌幅居前

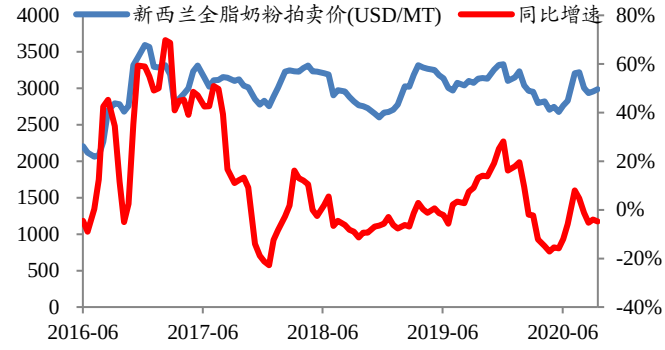


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：多数农产品价格上行

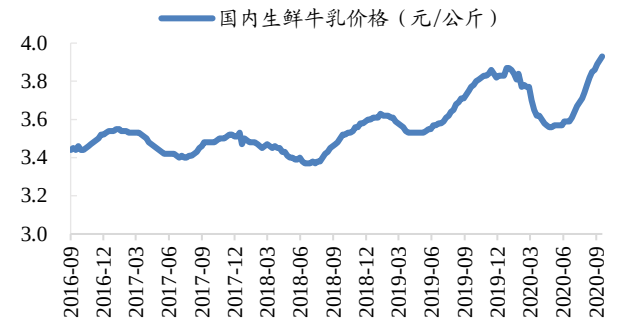
10 月 6 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3041 美元/吨，环比+1.9%，同比-3.2%，奶价环比上行。10 月 7 日，国内生鲜乳价格 3.9 元/公斤，环比+0.5%，同比+4.2%。短期看奶价环比上升，长期看国内奶牛存栏量处于低位，奶价进入上行周期。

图5：2020 年 10 月 6 日 GDT 全脂奶粉中标价同比-3.2%



数据来源：GDT、开源证券研究所

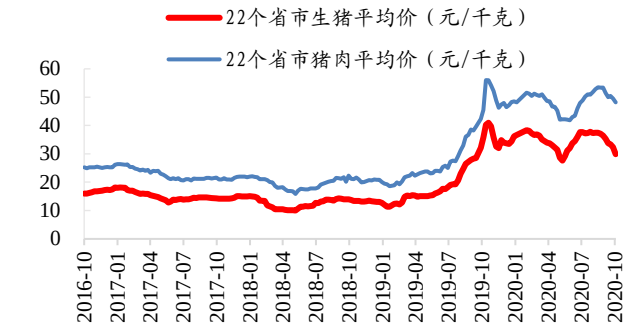
图6：2020 年 10 月 7 日生鲜乳价格同比+4.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

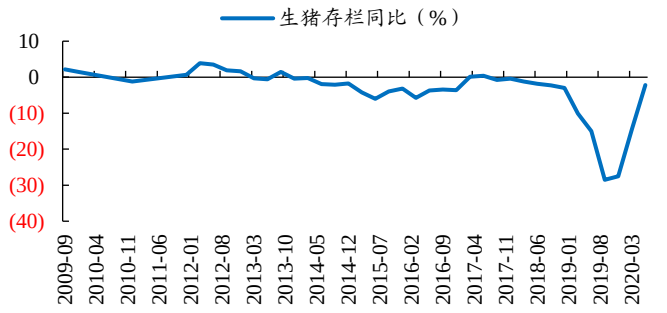
10 月 16 日，生猪价格 29.8 元/公斤，同比-26.0%，环比-7.9%；猪肉价格 48.2 元/公斤，同比-14.0%，环比-2.8%。2020 年 3 月能繁母猪存栏 2164.0 万头，同比-19.1%，环比+2.8%。2020 年 6 月生猪存栏同比-2.2%。预计猪周期步入上行后期，2020 年猪价可能呈现先升后降走势。10 月 7 日，白条鸡价格 21.9 元/公斤，同比-8.7%，环比+0.1%。

图7：2020 年 10 月 16 日猪肉价格同比-14.0%



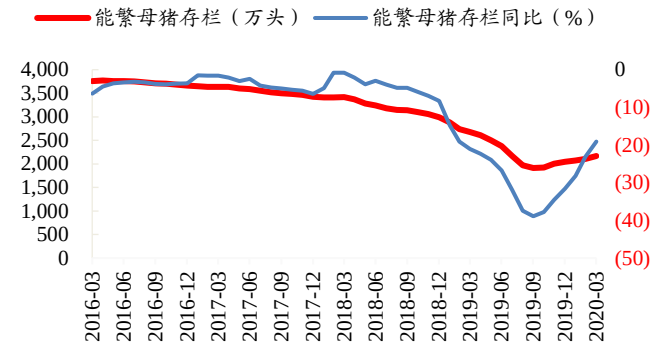
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年 6 月生猪存栏数量同比-2.2%



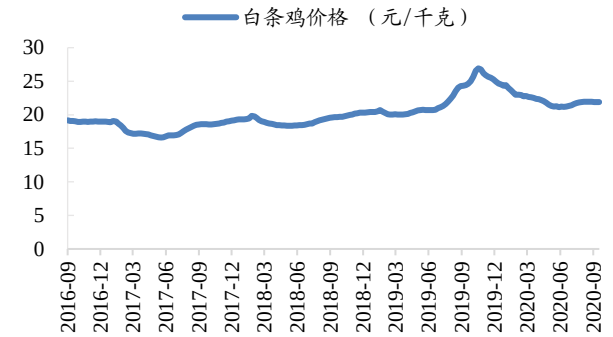
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020 年 3 月能繁母猪数量同比-19.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

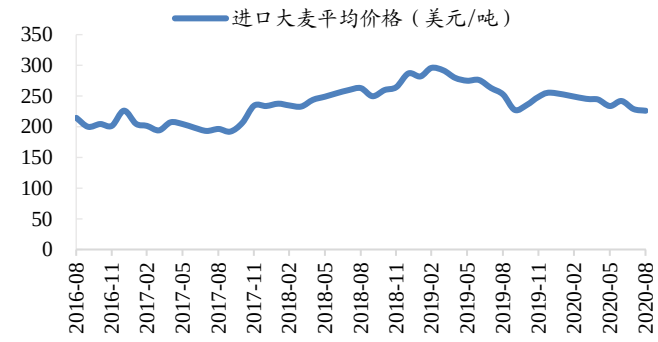
图10：2020 年 10 月 7 日白条鸡价格同比-8.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

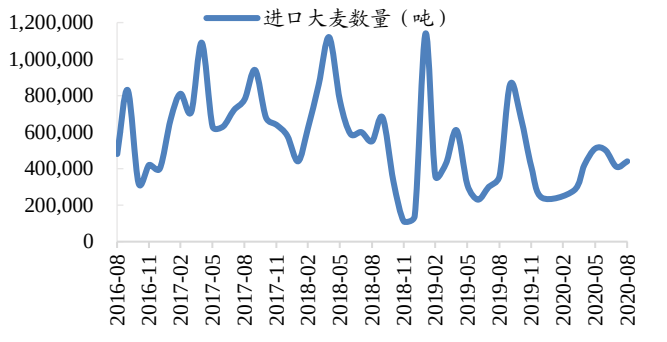
2020 年 8 月，进口大麦价格 226 元/公斤，同比-18.1%。进口数量 44 万吨，同比+91.3%。受到中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11：2020 年 8 月进口大麦价格同比-18.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

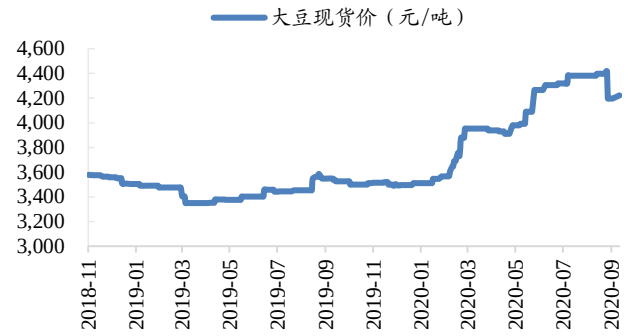
图12：2020 年 8 月进口大麦数量同比+91.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

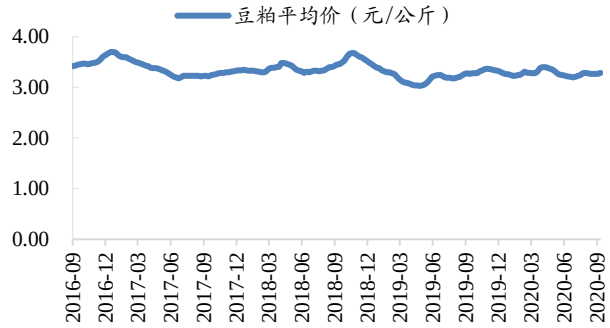
10 月 16 日，大豆现货价 4222.1 元/吨，同比+19.0%。10 月 7 日，豆粕平均价格 3.3 元/公斤，同比+1.2%。预计 2020 年大豆价格可能走高。

图13：2020 年 10 月 16 日大豆现货价同比+19.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

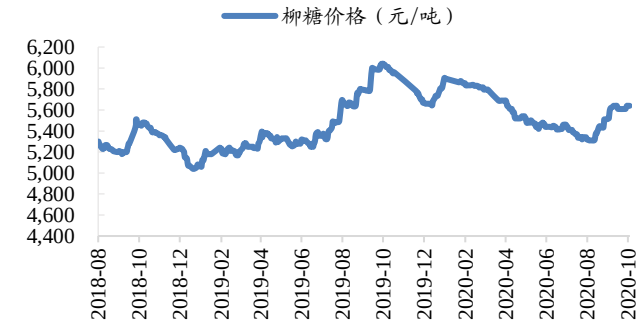
图14：2020 年 10 月 7 日豆粕平均价同比+1.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

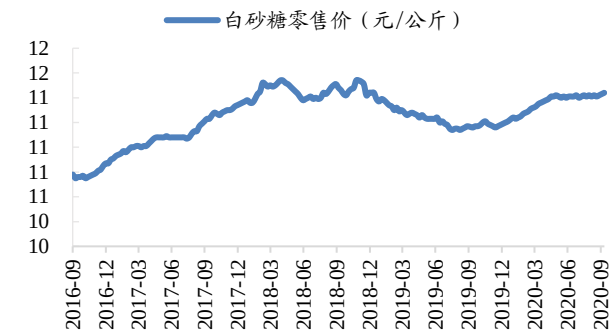
10 月 16 日，柳糖价格 5640.0 元/吨，同比-2.6%；10 月 9 日，白砂糖零售价格 11.4 元/公斤，同比+2.4%。长期看全球白糖进入增长期间，白糖价格可能在高位偏弱运行。

图15：2020 年 10 月 16 日柳糖价格同比-2.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2020 年 10 月 9 日白砂糖零售价同比+2.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：2021 年茅台酒基酒产能目标为 5.53 万吨

10 月 11 日，茅台集团在济南召开市场工作座谈会。会议要求，要抢抓机遇，推动“聚合营销”战略，实现高质量发展；要抢抓数字经济带来的机遇，统筹推进集团“聚合营销”战略，扎实做好消费数据分析和信息支持，精准画像找准目标客户群，努力推动“茅台家族”酒类产品（来源于酒说）。

10 月 10 日 10 时，茅台王子酒品牌旗舰店在京东、天猫、苏宁三大平台正式上线运营。2020 年 8 月，酱香酒公司授权北京醉纯京典商贸有限公司、北京酒仙网络科技有限公司和泉顶电子商务（天津）有限公司三家经销商分别在京东、天猫和苏宁平台运营茅台王子酒品牌旗舰店（来源于酒说）。

10 月 11 日，2020 年西凤酒第三季度市场运行分析会在济南召开。会上对四季度任务冲刺、市场发展战略、规划布局等重点工作提出了要求：要紧盯任务，狠抓落实，各分公司认真分析市场情况，把握销售机遇，时刻以扩大市场份额为着眼点，抓住四季度销售旺季的时间，争分夺秒确保完成全年目标任务（来源于酒说）。

泸州老窖定制酒有限公司将重磅推出泸州老窖 2021 农历辛丑年新春礼酒，产品

容量为 1066ml，零售价格为 1066 元/瓶。牛年新春礼酒将于 10 月 19 日上午 10 点在泸州老窖官方旗舰店开启线上预售，限量 6666 瓶（来源于酒说）。

10 月 15 日，在茅台集团 “2021 年度生产·质量大会”上，茅台集团方面表示，2020 年，茅台酒基酒产量约 5.02 万吨，较 2019 年 4.99 万吨，增长了 0.6%。此外，2021 年，茅台酒基酒产能目标为 5.53 万吨，系列酒产量目标为 2.9 万吨（来源于酒业家）。

5、备忘录：关注 10 月 24 日桃李面包披露三季报

10 月 19 日-11 月 1 日将有 76 家上市公司披露第三季度业绩。

表1：最近重大事件备忘录：关注 10 月 23 日桃李面包三季报

日期	公司	财务报告	股东会	限售解禁
10 月 20 日	克明面业		湖南省长沙市（3：00）	
10 月 22 日	养元饮品	业绩披露		
10 月 22 日	惠发食品	业绩披露		
10 月 23 日	天润乳业	业绩披露		
10 月 23 日	天味食品	业绩披露		
10 月 23 日	桃李面包	业绩披露		
10 月 24 日	古越龙山	业绩披露		
10 月 24 日	ST 中葡	业绩披露		
10 月 24 日	重庆啤酒	业绩披露		
10 月 26 日	良品铺子	业绩披露		
10 月 26 日	贵州茅台	业绩披露		
10 月 27 日	金徽酒	业绩披露		
10 月 27 日	安井食品	业绩披露		
10 月 27 日	星湖科技	业绩披露		
10 月 28 日	元祖股份	业绩披露		
10 月 28 日	日辰股份	业绩披露		
10 月 28 日	会稽山	业绩披露		
10 月 28 日	恒顺醋业	业绩披露		
10 月 28 日	伊力特	业绩披露		
10 月 28 日	吉林森工	业绩披露		
10 月 28 日	上海梅林	业绩披露		
10 月 29 日	有友食品	业绩披露		
10 月 29 日	黑芝麻	业绩披露		
10 月 29 日	安记食品	业绩披露		
10 月 29 日	泸州老窖	业绩披露		
10 月 29 日	老白干酒	业绩披露		
10 月 29 日	口子窖	业绩披露		
10 月 29 日	光明乳业	业绩披露		
10 月 29 日	燕塘乳业	业绩披露		
10 月 29 日	嘉必优	业绩披露		
10 月 29 日	均瑶健康	业绩披露		
10 月 29 日	新乳业	业绩披露		

日期	公司	财务报告	股东会	限售解禁
10 月 29 日	青青稞酒	业绩披露		
10 月 29 日	广州酒家	业绩披露		
10 月 29 日	ST 威龙	业绩披露		
10 月 29 日	科拓生物	业绩披露		
10 月 29 日	贝因美	业绩披露		
10 月 29 日	ST 舍得	业绩披露		
10 月 29 日	酒鬼酒	业绩披露		
10 月 29 日	妙可蓝多	业绩披露		
10 月 29 日	*ST 西发	业绩披露		
10 月 29 日	仙乐健康	业绩披露		
10 月 29 日	水井坊	业绩披露		
10 月 30 日	ST 科迪	业绩披露		
10 月 30 日	古井贡酒	业绩披露		
10 月 30 日	水井坊	业绩披露		
10 月 30 日	桂发祥	业绩披露		
10 月 30 日	青岛啤酒	业绩披露		
10 月 30 日	西麦食品	业绩披露		
10 月 30 日	恰恰食品	业绩披露		
10 月 30 日	顺鑫农业	业绩披露		
10 月 30 日	古井贡 B	业绩披露		
10 月 30 日	绝味食品	业绩披露		
10 月 30 日	山西汾酒	业绩披露		
10 月 30 日	五粮液	业绩披露		
10 月 30 日	西王食品	业绩披露		
10 月 30 日	千禾味业	业绩披露		
10 月 30 日	*ST 皇台	业绩披露		
10 月 30 日	庄园牧场	业绩披露		
10 月 31 日	金种子酒	业绩披露		
10 月 31 日	金枫酒业	业绩披露		
10 月 31 日	ST 通葡	业绩披露		
10 月 31 日	莫高股份	业绩披露		
10 月 31 日	中炬高新	业绩披露		
10 月 31 日	惠发食品	业绩披露		
10 月 31 日	龙大肉食	业绩披露		
10 月 31 日	香飘飘	业绩披露		
10 月 31 日	维维股份	业绩披露		
10 月 31 日	ST 椰岛	业绩披露		
10 月 31 日	三元股份	业绩披露		
10 月 31 日	海天味业	业绩披露		
10 月 31 日	爱普股份	业绩披露		
10 月 31 日	迎驾贡酒	业绩披露		
10 月 31 日	好想你	业绩披露		
10 月 31 日	佳隆股份	业绩披露		

日期	公司	财务报告	股东会	限售解禁
10 月 31 日	今世缘	业绩披露		
10 月 31 日	莲花健康	业绩披露		

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 10 月 11 日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
公司点评	口子窖：最差时点已过，看好后续改善——公司信息更新报告	8 月 30 日
行业周报	大众品中报表现靓丽，白酒积极备战中秋旺季	8 月 30 日
公司点评	洋河股份：改革坚定推进，拐点渐行渐近——公司信息更新报告	9 月 1 日
行业深度	白酒蓄势待发，大众品百花齐放——2020 年中报综述	9 月 1 日
行业周报	客观看回调，蓄势再出发	9 月 6 日
公司深度	古井贡酒：紧抓升级机遇，加速省外扩张——公司首次覆盖报告	9 月 7 日
行业周报	旺销可期，积极布局	9 月 13 日
行业周报	茅台龙头地位稳固，重庆啤酒开启新征程	9 月 20 日
行业周报	茅台价格预期稳定，五粮液新品抢先机	9 月 27 日
行业周报	节日消费如期增长，关注秋糖渠道反馈	10 月 11 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		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
贵州茅台	买入	1696.0	37.26	43.20	48.30	45.9	39.6	35.4
五粮液	买入	227.6	5.26	6.10	7.27	45.0	38.8	32.6
洋河股份	增持	126.1	5.11	5.76	6.62	30.0	26.6	23.2
山西汾酒	买入	199.7	2.79	3.44	4.22	77.4	62.8	51.2
口子窖	增持	51.3	2.97	3.49	4.00	17.7	15.1	13.2
古井贡酒	增持	220.9	4.57	5.58	6.65	46.1	37.8	31.7
伊利股份	买入	40.3	1.17	1.35	1.53	35.2	30.5	26.9
新乳业	增持	18.2	0.33	0.41	0.52	54.4	43.8	34.5
双汇发展	增持	55.0	1.91	2.24	2.40	28.0	23.9	22.3
中炬高新	买入	67.5	1.10	1.33	1.62	61.8	51.1	42.0
涪陵榨菜	买入	47.6	0.94	1.09	1.27	51.6	44.5	38.2
海天味业	买入	163.1	1.95	2.27	2.64	86.3	74.2	63.8
西麦食品	买入	44.1	1.14	1.35	1.66	38.8	32.7	26.6
桃李面包	买入	60.3	1.31	1.49	1.83	47.4	41.7	33.9
嘉必优	买入	58.2	1.29	1.57	1.93	45.0	36.9	30.1
煌上煌	增持	24.5	0.53	0.64	0.78	46.0	38.1	31.3
广州酒家	增持	36.4	1.02	1.30	1.61	34.7	27.2	22.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020 年 10 月 16 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，属于机密材料，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

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16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