行业研究

行业周报

开源证券 证券研究报告

食品饮料

2020 年 09 月 06 日

客观看回调，蓄势再出发

——行业周报

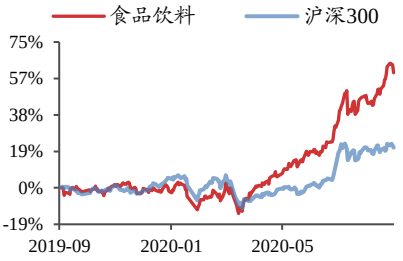
张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

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

《行业深度报告-食品饮料 2020 年中报综述：白酒蓄势待发，大众品百花齐放》-2020.9.1

《行业周报-大众品中报表现靓丽，白酒积极备战中秋旺季》-2020.8.30

《行业周报-中报业绩催化，食饮涨幅领先》-2020.8.23

● 核心观点：客观看待淡季增速下行，谋求长远布局

本周食品板块跌幅较多，以海天味业、中炬高新为代表的调味品板块跌幅居前，主因前期涨幅过多，高估值回调压力较大。从基本面角度来看，二季度受益于补偿性消费以及渠道补库存、半年度压货等，调味品 Q2 增速显著回升。7-8 月是行业淡季，叠加库存消化，增速回落本属正常。且月度营收波动受到外部因素制约较多，我们更关注企业自身增长逻辑是否发生变化。海天味业按即定节奏稳中有进，中炬高新积极调整快速响应，恒顺醋业思路转变开启改革元年，千禾味业、天味食品等正处于快速扩张黄金阶段，企业成长驱动力仍在持续。调味品板块年初至今市值增长更多来自于估值提升，短期估值可能跟随资金流动性、板块轮动性产生波动，长期来看逻辑未变，更应谋求长远布局。

往下半年展望，我们看好白酒板块整体行情：主要考虑到：一是中秋节白酒大概率旺销；二是酒厂内部积极性高，消费拉动、需求拓展力度环比上半年加大；三是渠道库存处于低位，名酒企业渠道秩序管理有进一步提升。展望 2021 年，低基数背景下白酒业绩弹性较大，对应 2021 年估值仍处在合理范围内，建议积极配置，布局下半年估值切换。大众品思路是寻找成长性与确定性较高，同时估值不贵品种，推荐嘉必优与煌上煌。

● 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）五粮液中报业绩符合预期，公司持续推进营销改革，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，餐饮复苏，商超渠道加大投入，二季度业绩略超预期。目前开启新一轮招商以拓展品类，目前进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

● 板块行情回顾： 食品饮料跑输大盘

8 月 31 日- 9 月 4 日，食品饮料指数跌幅为 2.0%，一级子行业排名第 23，低于沪深 300 约 0.5pct。板块前期涨幅较多，估值处于高位，本周出现回调压力。子行业中软饮料（9.1%）、乳品（0.1%）、白酒（-0.1%）表现较好。个股方面，惠发食品、养元饮品、安井食品等涨幅领先；来伊份、均瑶健康、三只松鼠等跌幅居前。

● 重点新闻：梦之蓝 M3 上调供货价及终端成交价

9 月 3 日，洋河股份下发了关于梦之蓝 M3 价格调整的通知。通知显示，梦之蓝 M3 产品供价和终端成交价双双上调：1、产品供价提升 20 元/瓶；2、终端建议成交价分别不低于 420 元/瓶（低度）、500 元/瓶（高度）（来源于酒业家）。

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：客观看待淡季增速下行，谋求长远布局 3
2、市场表现：食品饮料行业跑输沪深 300 3
3、上游数据：多数农产品价格上行 4
4、酒业数据新闻：梦之蓝 M3 建议零售价调整为 420 元/瓶（低度），500 元/瓶（高度） 6
5、备忘录：关注 9 月 8 日中炬高新股东会 7
6、风险提示 9

图表目录

图 1：上周食品饮料跌幅 2.0%，排名 23/28 3
图 2：上周软饮料、乳品、白酒表现相对较好 3
图 3：上周惠发食品、养元饮品、安井食品涨幅领先 4
图 4：上周来伊份、均瑶健康、三只松鼠等跌幅居前 4
图 5：2020 年 9 月 1 日 GDT 全脂奶粉中标价同比-3.9% 4
图 6：2020 年 8 月 26 日生鲜乳价格同比+2.7% 4
图 7：2020 年 8 月 28 日猪肉价格同比+48.4% 4
图 8：2020 年 6 月生猪存栏数量同比-2.2% 4
图 9：2020 年 3 月能繁母猪数量同比-19.1% 5
图 10：2020 年 8 月 26 日白条鸡价格同比-11.9% 5
图 11：2020 年 7 月进口大麦价格同比-16.8% 5
图 12：2020 年 7 月进口大麦数量同比+32.3% 5
图 13：2020 年 9 月 4 日大豆现货价同比+26.9% 5
图 14：2020 年 8 月 26 日豆粕平均价同比+0.9% 5
图 15：2020 年 9 月 4 日柳糖价格同比-0.9% 6
图 16：2020 年 8 月 28 日白砂糖零售价同比+2.5% 6

表 1：最近重大事件备忘录：关注 9 月 8 日中炬高新股东会 7
表 2：关注 9 月 1 日发布的行业深度 8
表 3：重点公司盈利预测及估值 9

1、每周观点：客观看待淡季增速下行，谋求长远布局

8 月 31 日- 9 月 4 日，食品饮料指数跌幅为 2.0%，一级子行业排名第 23，低于沪深 300 约 0.5pct。板块前期涨幅较多，估值处于高位，本周出现回调压力。子行业中软饮料（9.1%）、乳品（0.1%）、白酒（-0.1%）表现较好。个股方面，惠发食品、养元饮品、安井食品等涨幅领先；来伊份、均瑶健康、三只松鼠等跌幅居前。

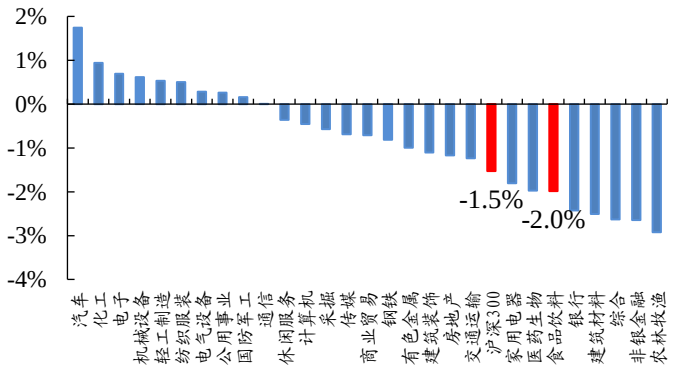
本周食品板块跌幅较多，以海天味业、中炬高新为代表的调味品板块跌幅居前，主因前期涨幅过多，高估值回调压力较大。从基本面角度来看，二季度受益于补偿性消费以及渠道补库存、半年度压货等，调味品 Q2 增速显著回升。7-8 月是行业淡季，叠加库存消化，增速回落本属正常。且月度营收波动受到外部因素制约较多，我们更关注企业自身增长逻辑是否发生变化。海天味业按即定节奏稳中有进，中炬高新积极调整快速响应，恒顺醋业思路转变开启改革元年，千禾味业、天味食品等正处于快速扩张黄金阶段，企业成长驱动力仍在持续。调味品板块年初至今市值增长更多来自于估值提升，短期估值可能跟随资金流动性、板块轮动性产生波动，长期来看逻辑未变，更应谋求长远布局。

往下半年展望，我们看好白酒板块整体行情：主要考虑到：一是中秋节白酒大概率旺销；二是酒厂内部积极性高，消费拉动、需求拓展力度环比上半年加大；三是渠道库存处于低位，名酒企业渠道秩序管理有进一步提升。展望 2021 年，低基数背景下白酒业绩弹性较大，对应 2021 年估值仍处在合理范围内，建议积极配置，布局下半年估值切换。大众品思路是寻找成长性与确定性较高，同时估值不贵品种，推荐嘉必优与煌上煌。

2、市场表现：食品饮料行业跑输沪深 300

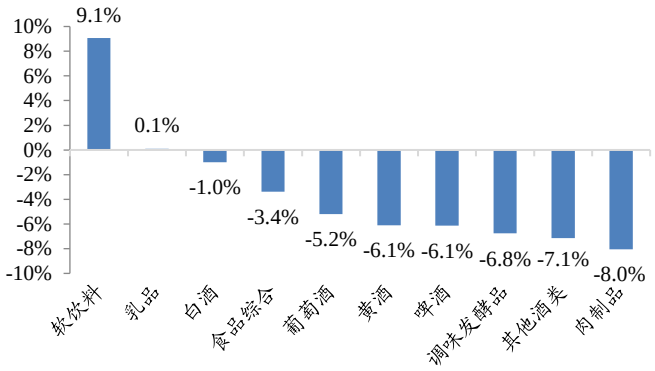
8 月 31 日- 9 月 4 日，食品饮料指数跌幅为 2.0%，一级子行业排名第 23，低于沪深 300 约 0.5pct。板块前期涨幅较多，估值处于高位，本周出现回调压力。子行业中软饮料（9.1%）、乳品（0.1%）、白酒（-0.1%）表现较好。个股方面，惠发食品、养元饮品、安井食品等涨幅领先；来伊份、均瑶健康、三只松鼠等跌幅居前。

图1：上周食品饮料跌幅 2.0%，排名 23/28



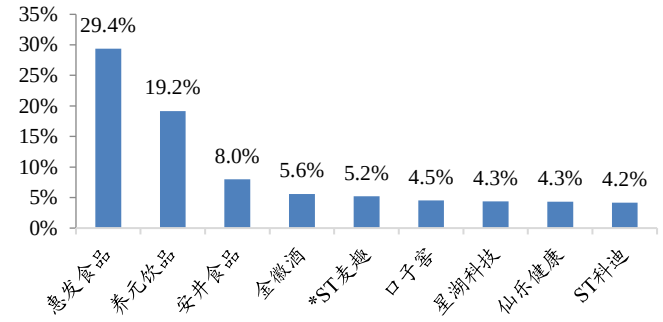
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：上周软饮料、乳品、白酒表现相对较好



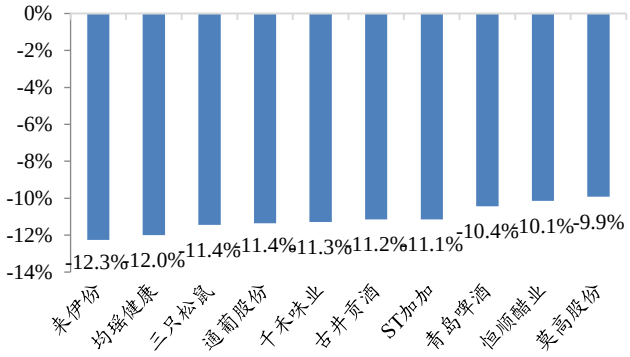
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上周惠发食品、养元饮品、安井食品涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：上周来伊份、均瑶健康、三只松鼠等跌幅居前

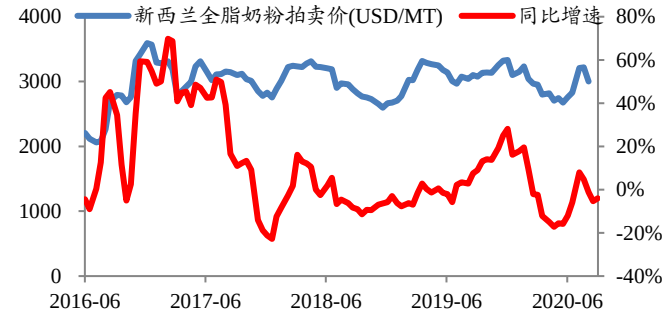


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：多数农产品价格上行

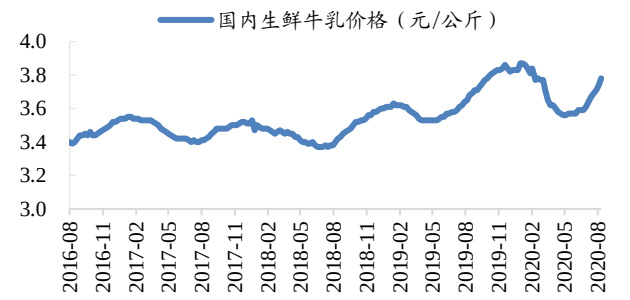
9 月 1 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 2955 美元/吨，环比-0.7%，同比-3.9%，奶价环比下行。8 月 26 日，国内生鲜乳价格 3.8 元/公斤，环比+1.1%，同比+2.7%。短期看奶价环比上升，长期看国内奶牛存栏量处于低位，奶价可能处于上行周期。

图5：2020 年 9 月 1 日 GDT 全脂奶粉中标价同比-3.9%



数据来源：GDT、开源证券研究所

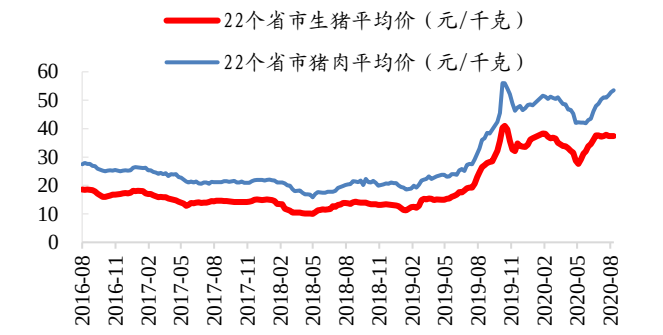
图6：2020 年 8 月 26 日生鲜乳价格同比+2.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

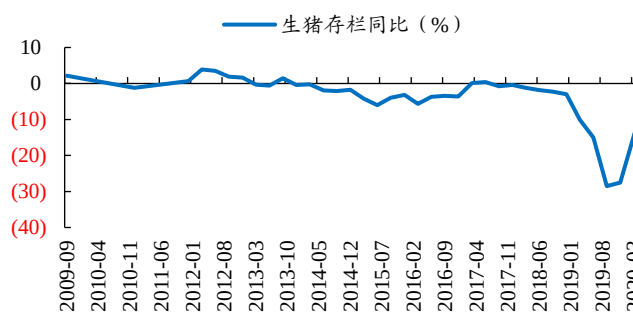
8 月 28 日，生猪价格 37.4 元/公斤，同比+41.4%，环比+0.1%；8 月 28 日猪肉价格 53.5 元/公斤，同比+48.4%，环比+1.4%。2020 年 3 月能繁母猪存栏 2164.0 万头，同比-19.1%，环比+2.8%。2020 年 6 月生猪存栏同比-2.2%。预计猪周期步入上行后期，2020 年猪价可能呈现先升后降走势。8 月 26 日，白条鸡价格 22.0 元/公斤，同比-11.9%，环比+0.3%。

图7：2020 年 8 月 28 日猪肉价格同比+48.4%



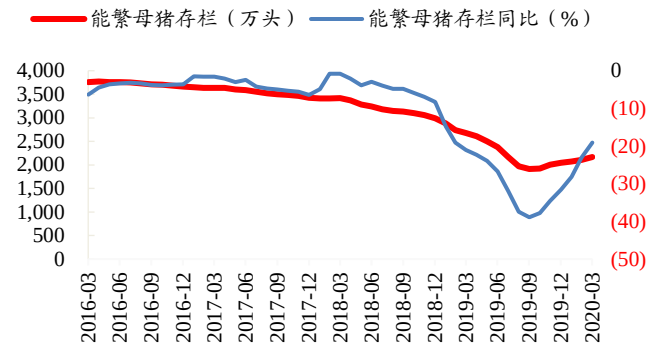
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年 6 月生猪存栏数量同比-2.2%



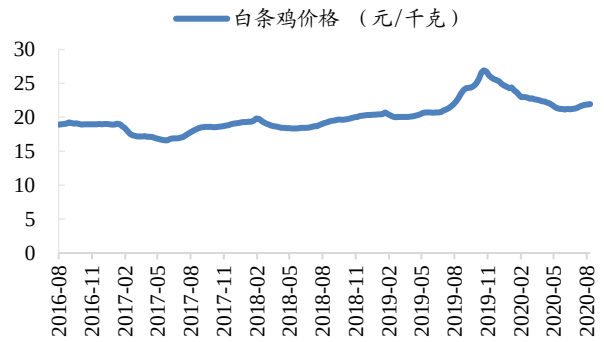
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

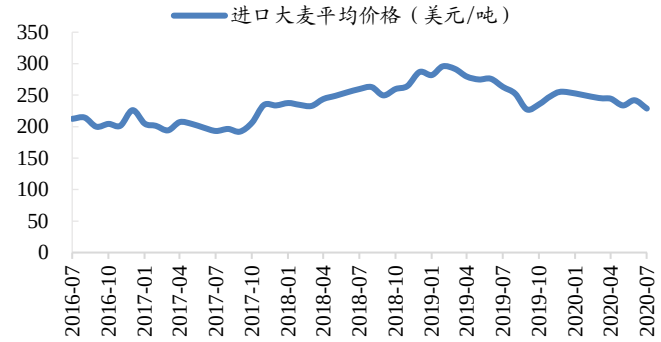
图10：2020 年 8 月 26 日白条鸡价格同比-11.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

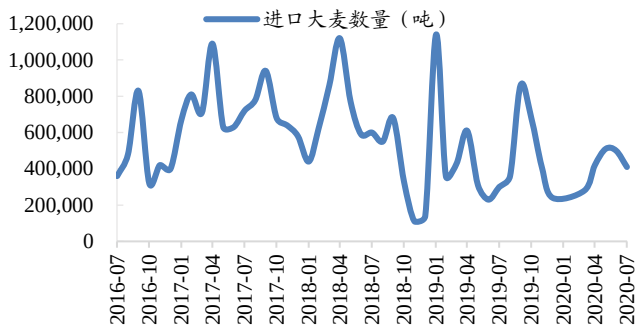
2020 年 7 月，进口大麦价格 228.8 美元/吨，同比-16.8%。进口数量 41 万吨，同比+32.3%。受到中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11：2020 年 7 月进口大麦价格同比-16.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

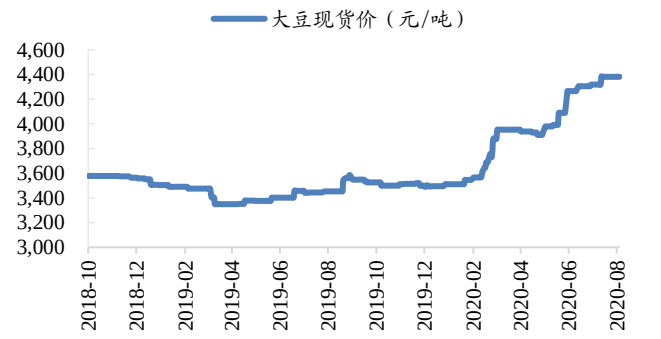
图12：2020 年 7 月进口大麦数量同比+32.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

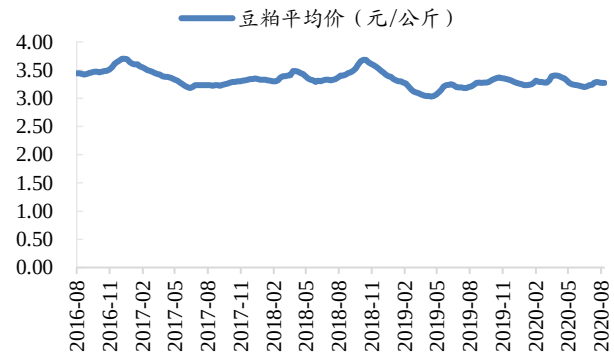
9 月 4 日，大豆现货价 4381.6 元/吨，同比+26.9%。8 月 26 日，豆粕平均价格 3.3 元/公斤，同比+0.9%。预计 2020 年大豆价格可能走高。

图13：2020 年 9 月 4 日大豆现货价同比+26.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2020 年 8 月 26 日豆粕平均价同比+0.9%

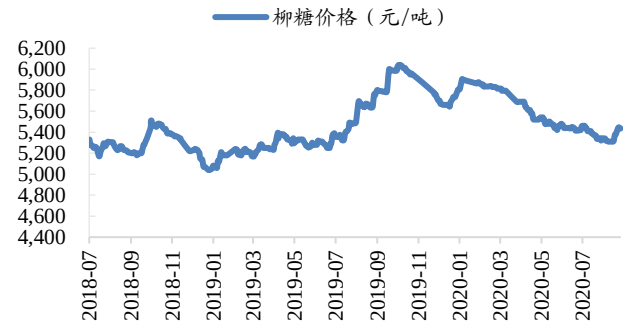


数据来源：Wind、开源证券研究所

9 月 4 日，柳糖价格 5435.0 元/吨，同比-0.9%；8 月 28 日，白砂糖零售价格 11.4 元/公斤，同比+2.5%。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

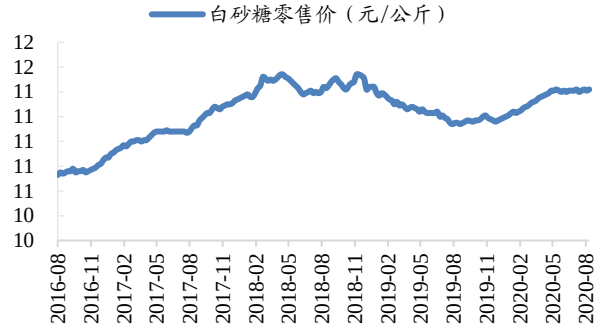
行。

图15：2020 年 9 月 4 日柳糖价格同比-0.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2020 年 8 月 28 日白砂糖零售价同比+2.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：梦之蓝 M3 建议零售价调整为 420 元/瓶（低度），500 元/瓶（高度）

9 月 3 日，洋河股份下发了关于梦之蓝 M3 价格调整的通知。通知显示，梦之蓝 M3 产品供价和终端成交价双双上调：1、产品供价提升 20 元/瓶；2、终端建议成交价分别不低于 420 元/瓶（低度）、500 元/瓶（高度）。这是时隔两年以后，梦之蓝 M3 再次提价（来源于酒业家）。

9 月 1 日，江西李渡酒业销售公司发布《关于李渡高粱 1955 价格及政策调整》的通知，即日起，52 度、500ml 李渡高粱 1956 零售价调整为 950 元/瓶，团购价上调 30 元/瓶，经销商开票价上调 20 元/瓶，其他规格产品价格顺加，相关政策不变。（来源于微酒）。

9 月 1 日，江西李渡酒业销售公司发布《关于李渡高粱 1955 价格及政策调整》的通知，公司决定自 2020 年 9 月 1 日 8 点起，对 52 度、500ml 李渡高粱 1956 零售价调整为 950 元/瓶，团购价上调 30 元/瓶，经销商开票价上调 20 元/瓶，其他规格产品价格顺加，相关政策不变（来源于酒业家）。

9 月 1 日，贵州国台酒业销售公司发布《关于暂停国台龙酒产品供应》的通知：根据 2020 年的供货配额计划，国台龙酒的年度配额量已接近完成，公司定于 10 月 1 日起暂停供货（来源于酒业家）。

9 月 2 日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司西南大区下发通知称，鉴于当前西南大区销售情况良好，国窖 1573 产品库存不能完全满足当前市场需求，经研究决定：第一，2020 年 9 月起，四川区域 52 度国窖 1573 经典装产品配额扣减 20%执行；第二，2020 年 9 月 10 日起，52 度国窖 1573 经典装产品终端开票价格调整至 950 元/瓶（来源于酒业家）。

9 月 2 日，水井坊正式下发《关于调整部分水井坊产品建议零售价的通知》，通知称：即日起，拟对臻酿八号 42 度和 38 度两款产品建议零售价均上调 20 元/瓶。这是继去年对臻酿八号 52 度建议零售价上提 20 元/瓶后，臻酿八号再次提价（来源于酒业家）。

9 月 3 日，五粮液北京经销商联谊会发布通知称，自 9 月 3 日起，39 度五粮液

终端供货价不得低于 659 元/瓶，团购成交价不得低于 719 元/瓶。此前，9 月 1 日五粮液江苏省经销商联谊会发布通知称，自 9 月 1 日起，第八代经典五粮液终端供货价不低于 980 元/瓶，消费者成交价不低于 1050 元/瓶（来源于酒业家）。

5、备忘录：关注 9 月 8 日中炬高新股东会

9 月 7 日-9 月 20 日将有 20 家上市公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注 9 月 8 日中炬高新股东会

日期	公司	财务报告	股东会	限售解禁
9 月 7 日	华宝股份		上海市（15:00）	
9 月 8 日	中炬高新		广东省中山市（14:30）	
9 月 9 日	天润乳业		新疆乌鲁木齐市（15:30）	
9 月 9 日	ST 中葡		新疆乌鲁木齐市（14:30）	
9 月 9 日	三只松鼠		安徽省芜湖市（14:50）	
9 月 9 日	涪陵榨菜		重庆市（14:00）	
9 月 14 日	ST 通葡		吉林省通化市（13:00）	
9 月 14 日	金字火腿		浙江省金华市（14:00）	
9 月 14 日	泸州老窖			解禁 416.67 万股
9 月 15 日	贝因美		浙江省杭州市（14:00）	
9 月 15 日	维维股份		江苏省徐州市（14:00）	
9 月 15 日	广州酒家		广东省广州市（14:30）	
9 月 15 日	迎驾贡酒		安徽省霍山县（14:30）	
9 月 15 日	日辰股份		山东省青岛市（14:45）	
9 月 16 日	酒鬼酒		湖南省吉首市（13:30）	
9 月 16 日	来伊份		上海市（14:00）	
9 月 16 日	燕京啤酒		北京市（14:30）	
9 月 16 日	妙可蓝多		上海市（14:30）	
9 月 17 日	西麦食品		广西桂林（14:30）	
9 月 18 日	科拓生物		北京市（10:00）	
9 月 18 日	惠发食品		山东省诸城市（14:30）	

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 9 月 1 日发布的行业深度

报告类型	报告名称	时间
行业周报	市场迎来中报行情，新增推荐“嘉必优”	8 月 2 日
行业周报	市场略有降温，龙头趋势不变	8 月 9 日
公司深度	新乳业：外延并购与内生增长并进，稳步自西南向外开拓——公司首次覆盖报告	8 月 9 日
公司点评	双汇发展：业绩超预期，肉制品业务量价齐升——公司信息更新报告	8 月 12 日
公司深度	煌上煌：卤制品赛道空间广，煌上煌展店高增长——公司首次覆盖报告	8 月 13 日
行业点评	7 月社零数据持续好转，淡季食饮增速略有回落——行业点评报告	8 月 14 日
行业周报	淡季食饮数据回落，看好调味品优中选优	8 月 16 日
公司点评	中国飞鹤：业绩超预期，产品结构持续升级——公司信息更新报告	8 月 19 日
公司点评	桃李面包：业绩符合预期，2020Q3 有望改善——公司信息更新报告	8 月 20 日
公司点评	涪陵榨菜：业绩如期加速，定增建厂发展可期——公司信息更新报告	8 月 21 日
公司点评	中炬高新：二季度业绩超预期，全年增长确定性强——公司信息更新报告	8 月 21 日
行业周报	中报业绩催化，食饮涨幅领先	8 月 23 日
公司点评	山西汾酒：二季度成绩靓丽，旺季顺利过渡可期——公司信息更新报告	8 月 25 日
公司点评	海天味业：业绩略超预期，龙头成长确定性强——公司信息更新报告	8 月 28 日
公司点评	西麦食品：营收利润增速加快，冷食新品放量可期——公司信息更新报告	8 月 28 日
公司点评	广州酒家：餐饮略有拖累，双节来临月饼需求有望释放——公司信息更新报告	8 月 28 日
公司点评	伊利股份：业绩表现靓丽，竞争趋缓，弹性可期——公司信息更新报告	8 月 28 日
公司点评	新乳业：营收环比改善，业绩显著回升——公司信息更新报告	8 月 28 日
公司点评	嘉必优：收入增速快速恢复，真实盈利能力提升——公司信息更新报告	8 月 28 日
公司点评	五粮液：改革措施逐步落地，看好公司增长潜力——公司信息更新报告	8 月 28 日
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

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	1770.0	37.26	43.20	48.30	47.5	41.0	36.6
五粮液	买入	230.2	5.26	6.10	7.27	43.8	37.7	31.7
洋河股份	增持	144.8	5.11	5.76	6.62	28.3	25.1	21.9
山西汾酒	买入	193.9	2.79	3.44	4.22	69.5	56.4	45.9
口子窖	增持	60.2	2.97	3.49	4.00	20.3	17.2	15.1
伊利股份	买入	41.0	1.17	1.35	1.53	35.0	30.4	26.8
新乳业	增持	20.2	0.33	0.41	0.52	61.2	49.2	38.8
双汇发展	增持	59.1	1.91	2.24	2.40	31.0	26.4	24.6
中炬高新	买入	72.1	1.10	1.33	1.62	65.5	54.2	44.5
涪陵榨菜	买入	49.1	0.94	1.09	1.27	52.2	45.0	38.7
海天味业	买入	170.8	1.95	2.27	2.64	87.6	75.2	64.7
西麦食品	买入	50.1	1.14	1.35	1.66	44.0	37.1	30.2
桃李面包	买入	61.2	1.31	1.49	1.83	46.7	41.1	33.4
嘉必优	买入	59.2	1.29	1.57	1.93	45.9	37.7	30.7
煌上煌	增持	28.6	0.53	0.64	0.78	54.0	44.7	36.7
广州酒家	增持	43.1	1.02	1.30	1.61	42.2	33.1	26.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020 年 9 月 4 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