

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

春节白酒渠道反馈：

需求平稳，供给理性

食品饮料行业 强于大市（维持）

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号：S1060521030001

王萌 投资咨询资格编号：S1060522030001

王星云 投资咨询资格编号：S1060523100001

2025年2月6日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

## 核心摘要

- **春节需求平稳，宴席回补明显。**25年春节备货时间较去年更短，叠加中秋以来偏弱的消费环境，节前产业与资本市场均持悲观态度，预计在去年高基数下，春节整体动销同比将有较大幅度下滑。据渠道调研，春节白酒消费偏刚性，虽仍有压力但实现平稳过度，优于此前悲观预期。分场景看，婚宴预订回补明显；得益于返乡人数稳定增长，大众流通平稳；商务场景仍然疲软。
- **分化趋势延续，名酒表现更优。**分价格带看，中高端价格带增长最快，这与24年以来呈现出的低线城市消费优于一线城市、限额以下餐饮优于限额以上餐饮的趋势相契合；高端礼赠偏刚需，但考虑厂家控货，春节动销同比有一定下滑；商务需求较疲软，次高端动销同比仍有较大幅度下滑。分产品看，主流品牌标品表现稳定，而大品牌的开发产品、长尾品牌表现较弱，行业马太效应明显。
- **终端备货谨慎，经销商体感较差。**24年白酒动销承压、流速减缓，同时价盘预期不稳，此外经销商库存较高、市场调货效率较高，因而终端备货谨慎，呈现出按需采购的特征。由于终端动销承压、备货谨慎，在厂家加任务的背景下，春节前经销商库存普遍同比有所增加。同时经销商倾向于代理大流通产品，而该类产品价格透明、渠道利润较薄，叠加名酒价盘不稳，经销商盈利能力有一定压力。
- **春节供给理性，维护渠道健康。**24年年初酒厂均将增长作为首要目标，而在中秋节后，经销商库存较高、利润较薄，白酒蓄水池功能逐渐减弱，因而去库存、注重良性发展逐渐成为经销商、酒厂的一致共识。4Q24以来，厂家并不强制经销商打款完成全年目标，对于25年的增长目标、打款进度也进行柔性化考核。与此同时，厂家亦通过控货、减量等方式挺价，维护渠道健康，提升经销商利润。
- 在需求整体承压的背景下，酒厂加大供给侧管控，通过减量、控货等方式挺价，维持价值链稳定与渠道健康，利好长期发展。展望未来，伴随宏观政策落地，需求侧有望回暖，带动白酒消费向上。标的上推荐三条主线，一是需求坚挺的高端白酒，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖；二是全国化持续推进的次高端白酒，推荐山西汾酒；三是主力产品位于扩容价格带的地产酒，推荐迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘、老白干酒。
- **风险提示：1) 宏观经济波动影响；2) 消费复苏不及预期；3) 食品安全问题；4) 原材料波动影响；5) 行业竞争加剧风险。**



## 目录 CONTENTS

◎ 整体反馈：需求平稳，供给理性

◎ 分公司：分化延续，名酒更优

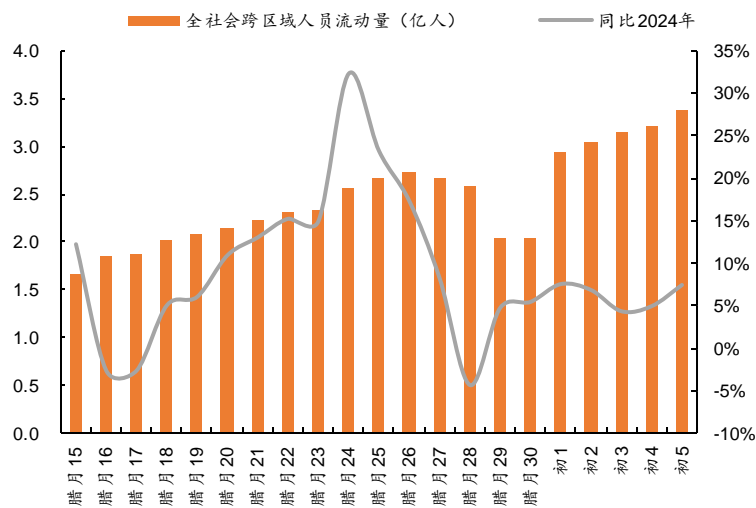
◎ 分市场：宴席回补，流通稳定

◎ 投资建议与风险提示

# 1.1 春节动销整体平稳，宴席回补明显

- 春节消费刚性，整体平稳过度。** 今年春节档时间较去年更短，叠加中秋以来偏弱的消费环境，节前产业与资本市场对于春节均持悲观态度，预计在去年高基数下整体动销同比将有较大幅度下滑。据渠道调研，25年春节动销虽仍有压力但实现平稳过度，优于此前悲观预期。
- 宴席预定增长明显，流通渠道平稳，商务需求偏弱：** 分场景看：1) 据民政部统计，1-3Q24中国结婚登记数量同比下滑17%，24年婚宴用酒亦出现比较明显下滑，而25年春节婚宴回补明显，合肥、江苏等多地反馈正月宴席预订势头良好，同时宴席用酒偏面子属性，部分地区仍呈现升级趋势；2) 据交通运输部数据，2025年1月14日~2月3日（腊月15~正月初5）全社会跨区域人员流通总人数52亿人次，同比增长8.6%，春节走亲访友用酒需求偏刚性，流通渠道动销平稳；3) 商务场景仍然磨底，企业年会、团拜等场景偏弱，渣打银行发布的中小企业信心指数22年以来整体承压。

25年春节全社会跨区域人员流动量及增速



中国结婚登记对数及同比增速

	1Q	2Q	3Q	4Q
<b>结婚登记对数 (万对)</b>				
2019	282	217	215	213
2020	156	232	202	224
2021	213	203	172	175
2022	211	163	171	139
2023	215	178	176	199
2024	197	146	132	
<b>结婚登记对数同比增速</b>				
2019	-7%	-9%	-4%	-13%
2020	-45%	7%	-6%	5%
2021	37%	-12%	-15%	-22%
2022	-1%	-20%	0%	-21%
2023	2%	10%	3%	43%
2024	-8%	-18%	-25%	

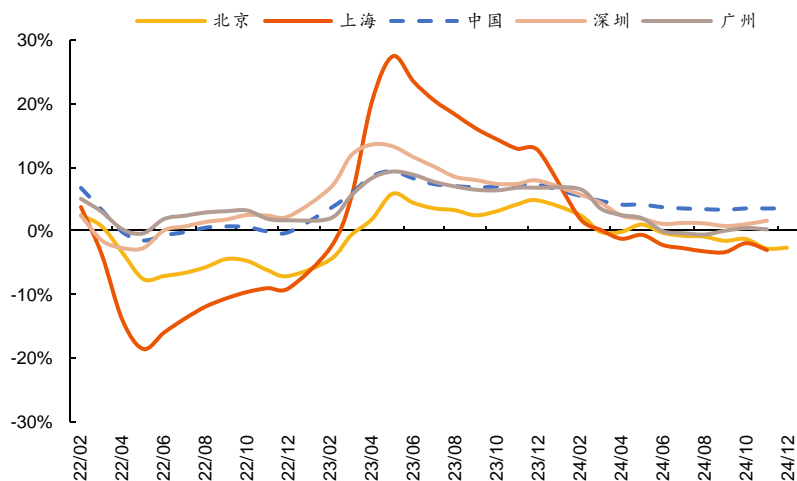
中国中小企业信心指数

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1月	54.9	55.0	52.3	52.1	49.9	51.2
2月	55.1	40.5	51.5	53.0	51.4	50.9
3月	57.1	49.6	53.6	53.2	53.7	51.6
4月	56.8	50.9	55.6	49.4	53.3	52.0
5月	54.7	51.7	54.4	48.5	52.7	51.3
6月	54.0	53.3	54.4	51.7	51.5	49.9
7月	53.8	53.9	53.9	52.2	50.7	50.4
8月	54.5	54.1	53.3	51.3	50.8	49.6
9月	53.1	54.0	53.4	50.9	51.3	49.7
10月	54.5	52.6	52.2	49.9	51.0	50.7
11月	54.7	52.9	52.5	49.2	50.9	50.4
12月	55.8	52.7	53.4	49.3	50.4	50.6

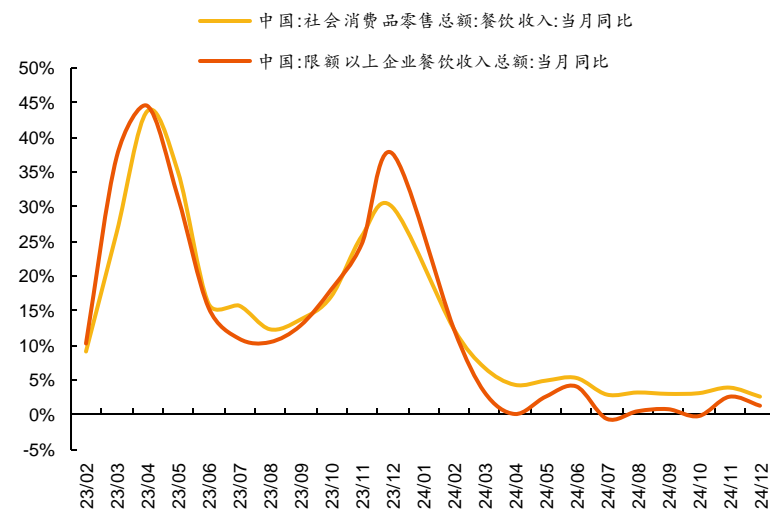
## 1.2 品牌与价格带表现分化，马太效应明显

- **大众价格带表现更优，次高端仍然承压：**春节分化明显，中高端价格带表现相对更优，这与2024年以来呈现出的低线城市消费优于一线城市、限额以下餐饮优于限额以上餐饮趋势相契合。分价格带看：1) 中高端酒：春节跨区域人员流动次数稳定增长，100~200元价格带在春节走亲访友、朋友聚饮场景表现亮眼，而300元价格带一方面承接了次高端商务降级需求，另一方面也受益于春节宴席的拉动，同样维持不错增长；2) 高端酒：高端礼赠偏刚需，在厂家控货挺价的背景下，春节五粮液批价回暖、货源稀缺，部分消费需求外溢至国窖1573，飞天茅台整体平稳，但考虑到发货进度偏慢，春节动销有所下滑；3) 次高端酒：商务需求较疲软，次高端白酒动销同比仍有较大幅度下滑。
- **马太效应明显，消费向头部酒企集中：**春节消费者理性，更加产品注重质价比，主流品牌标品表现稳定，而大品牌的开发产品、长尾品牌表现较弱。经销商更加倾向于打款流通速度更快的名酒，过往依靠招商铺货和利润驱动的次高端白酒回款与动销均承压。

中国整体与部分一线城市当月社零同比增速



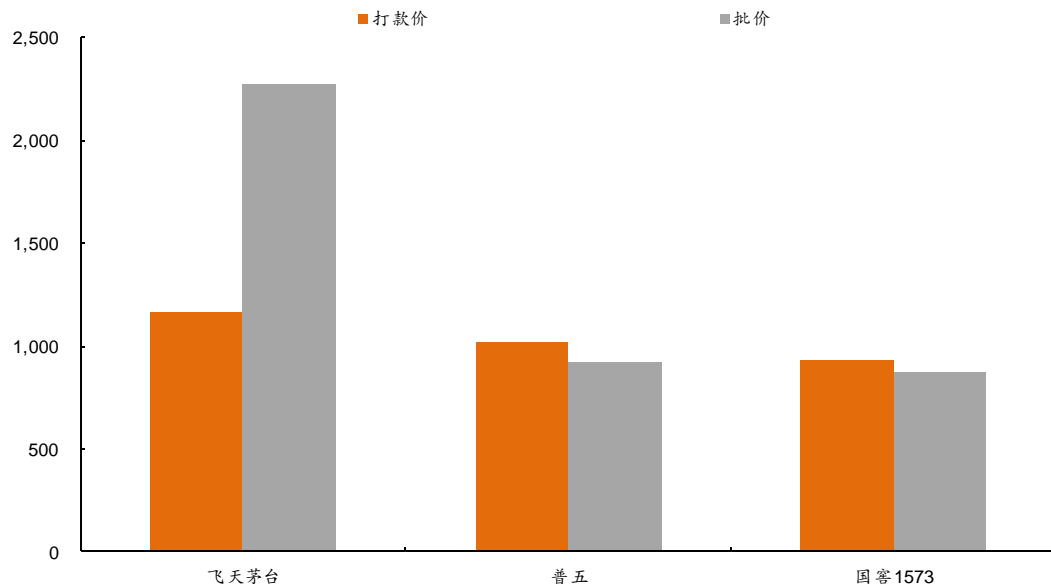
中国餐饮收入与限额以上餐饮收入同比增速



## 1.3 终端备货谨慎，经销商盈利承压

- **终端备货谨慎，小批量按需进货**：2024年春节后整体消费转弱，白酒动销承压、流速减缓，同时价盘预期不稳、向下压力较大，此外经销商库存较高、市场调货效率较高，因而终端备货谨慎，即使给优惠政策也不愿意大规模压货，呈现出按需采购的特征。
- **渠道利润较薄，经销商体感较差**。2024年由于终端动销承压、备货谨慎，在厂家加任务的背景下，春节前经销商库存普遍同比有所增加。同时由于经销商倾向于代理大流通产品，而该类产品价格透明、渠道利润较薄，叠加名酒价盘不稳，经销商盈利能力有一定压力。

◎ 飞天茅台以外的名酒价格倒挂（单位：元，2025年2月4日）



## 1.4 供给侧管控，注重健康发展

- **打款柔性化，不强加开门红，回款进度同比略慢：**24年春节动销超预期，因而酒厂在24年年初均将增长作为首要目标，而在经历过24年较承压的中秋后，经销商库存较高、利润较薄，白酒蓄水池功能逐渐减弱，去库存、良性发展逐渐成为经销商、酒厂的一致共识。因此4Q24以来，即使2024年经销商任务没能完成，酒厂也未强加库存，对于2025年的增长目标、打款进度也进行柔性化考核，春节回款进度较往年略慢。
- **供给侧积极调整，维护渠道健康：**去年4Q24以来，酒厂加大供给侧管控。据酒业家，以头部酒厂为例：1) 茅台在经销商大会上表示2025年茅台酒投放量将在2024年基础上略增，渠道反馈小茅、公斤装等非标品占比增加，体现出酒厂稳价的决心；2) 五粮液在旺季控货，并根据经销商和渠道商的体量做减量，普五批价从节前的870~880元提升至春节期间的920元；3) 今世缘等多家酒企停货。



## 目录 CONTENTS

● 整体反馈：需求平稳，供给理性

● 分公司：分化延续，名酒更优

● 分市场：宴席回补，流通稳定

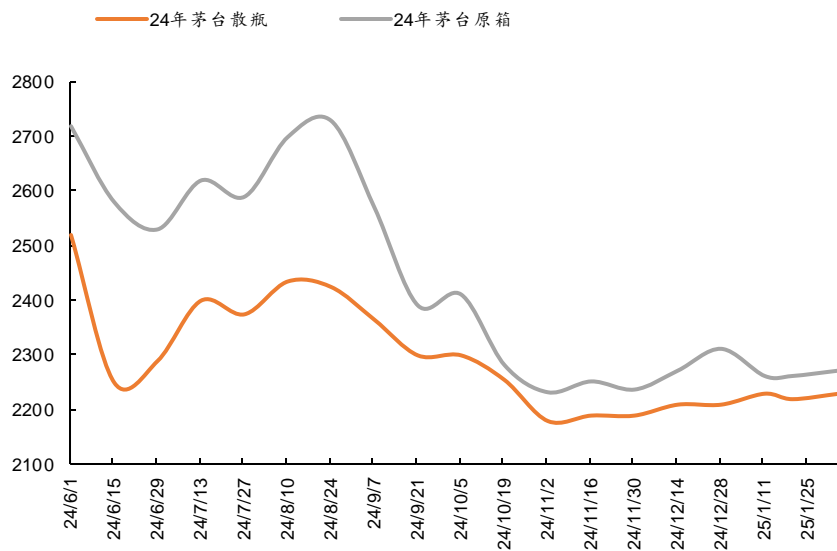
● 投资建议与风险提示



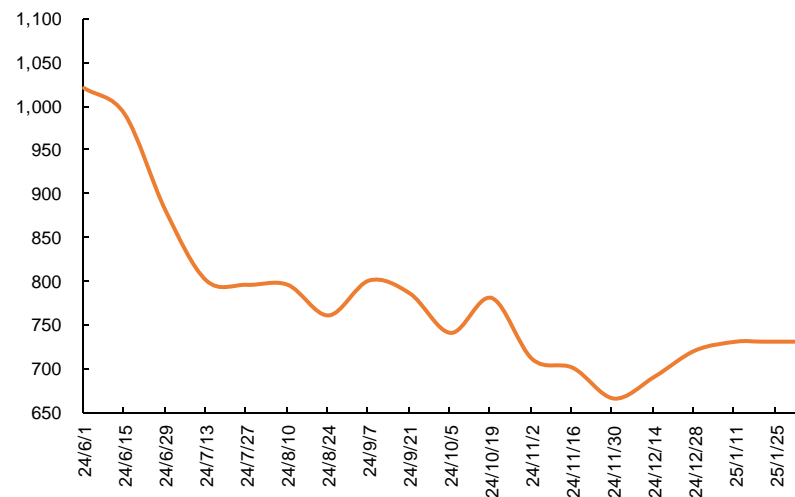
## 2.1 贵州茅台：飞天批价平稳，1935动销向好

- **春节打款发货有序，飞天批价稳定：**今年茅台批价在5-6月与9月出现比较明显下滑，主要原因：1) 受618电商、黄牛抛货、消费疲软等因素影响，茅台批价在6月较快下滑；2) 8-9月配额集中到货，同时中秋动销偏弱，茅台流速减慢，经销商库存有所累计。据酒业家与今日酒家，厂家再发货节奏和结构上积极进行调整，包括控制发货时间、取消1x12大箱，到货产品中100ml小飞天、1L公斤装茅台占比提升，控制500ml飞天供给，加强消费者开瓶动销。春节期间经销商打款与发货有序，旺季催化下飞天批价企稳，据今日酒价，2月4日散飞/整箱批价分别为2230/2270元。
- **1935梳理后动销向好，系列酒分担增长压力：**24年公司对系列酒进行重新梳理，8月1935取消计划外（1088元/瓶）的价格，打款均为计划内价格（798元/瓶），同时重新进行招商，据今日酒价，春节期间1935宴席预定量提升，动销环比转暖，批价亦企稳回升，24年2月4日批价达730元，较11月底的低点提升65元。据2025年茅台酱香酒经销商大会，2025年茅台酱香酒费用投入绝对数字将同比增长15亿元，销售任务目标不低于上市公司过去5年平均增速（14%），我们认为系列酒的发展有望缓解主品压力，维护价值链稳定。

● 茅台酒散瓶及原箱批价（元）

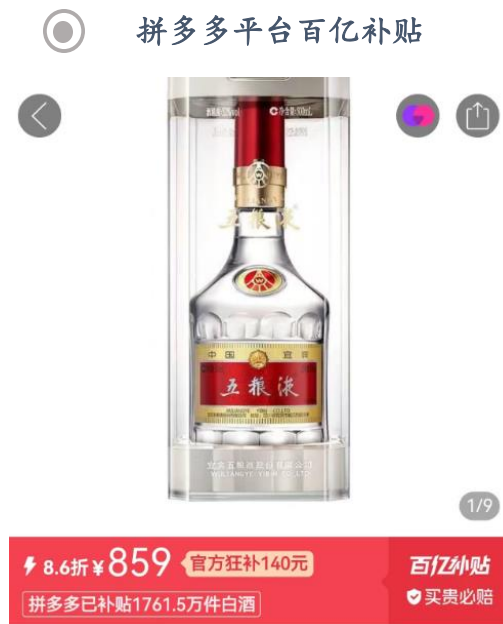
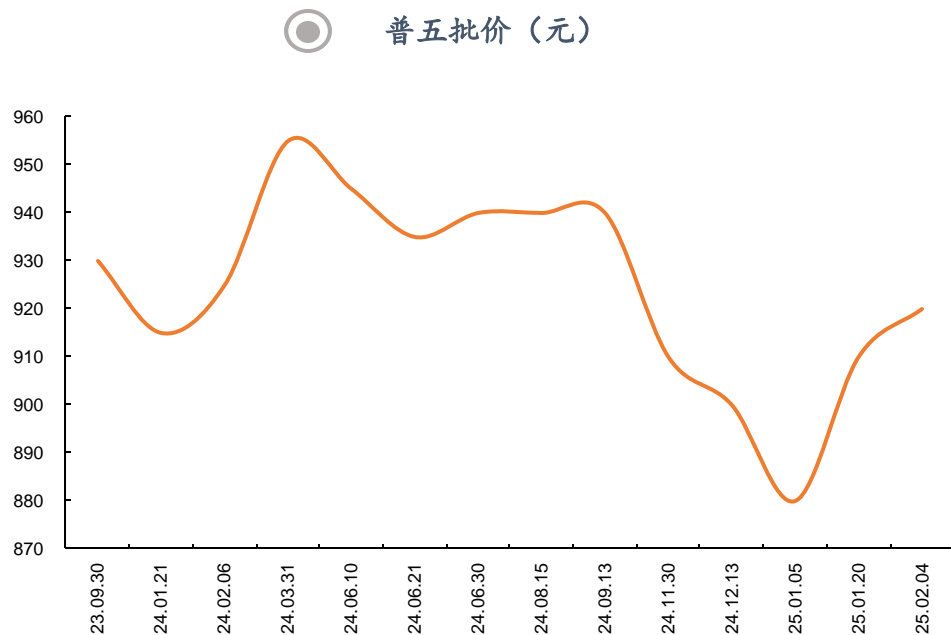


● 茅台1935批价



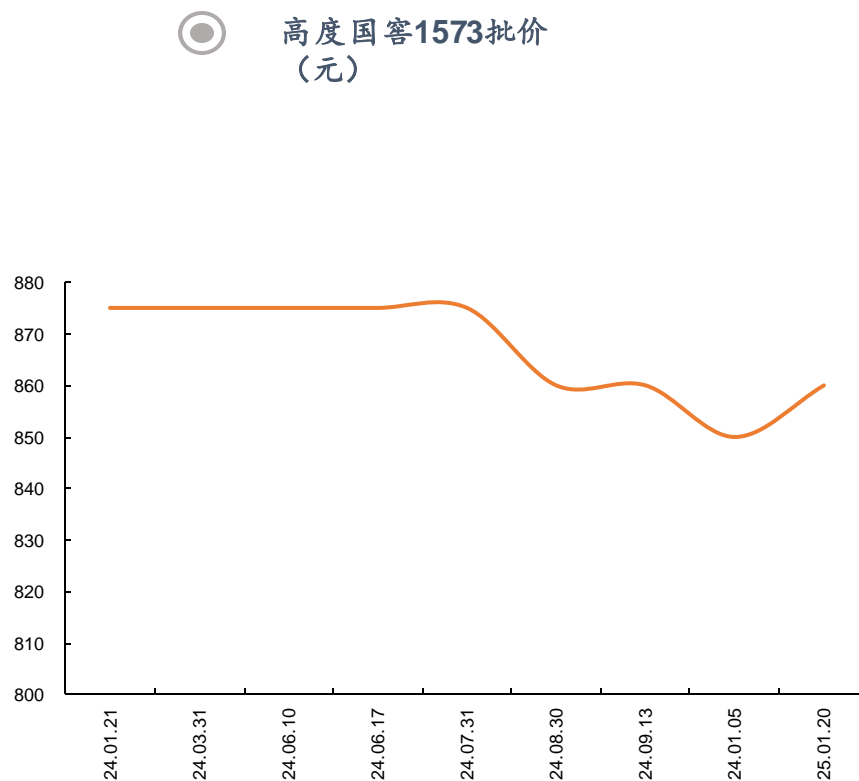
## 2.2 五粮液：控货挺价，批价回暖

- **普五控货，批价回暖**：12月以来普五价格出现比较大的回落，主要原因：1) 酒厂补贴打款价至940元左右；2) 淡季消费偏淡，茅台批价下跌带动产业情绪转弱；3) 电商渠道百亿补贴拉低价格。据酒业家，1月9日多地普五停止发货，春节旺季普五动销平稳，经销商库存回落，普五批价快速回暖，从1月初最低的875~880元快速提升到920元附近。
- **1618势头良好，贡献业绩增量**：1618和低度五粮液在宴席、扫码红包等政策上持续投入，经销商、终端、消费者均有较大的返利，终端推力较强，动销开瓶势头良好。春节期间，由于普五停货，渠道反馈1618作为普五替代品消费有提升。
- **电商影响价格体系，流速较快**：白酒作为高价值的标品，消费者认知程度高，因而各大电商平台普遍倾向对白酒采取百亿补贴获客引流，1月20日拼多多平台五粮液销售价低至859元，伴随白酒线上化程度提升，线上的低价对五粮液价格体系造成一定冲击。据五粮液官网，在2024年11月在线上平台购买的148瓶产品鉴定中，假货率为12%，展望未来，伴随市场进一步规范，市场秩序有望改善。



## 2.3 泸州老窖：动销偏弱，批价稳定

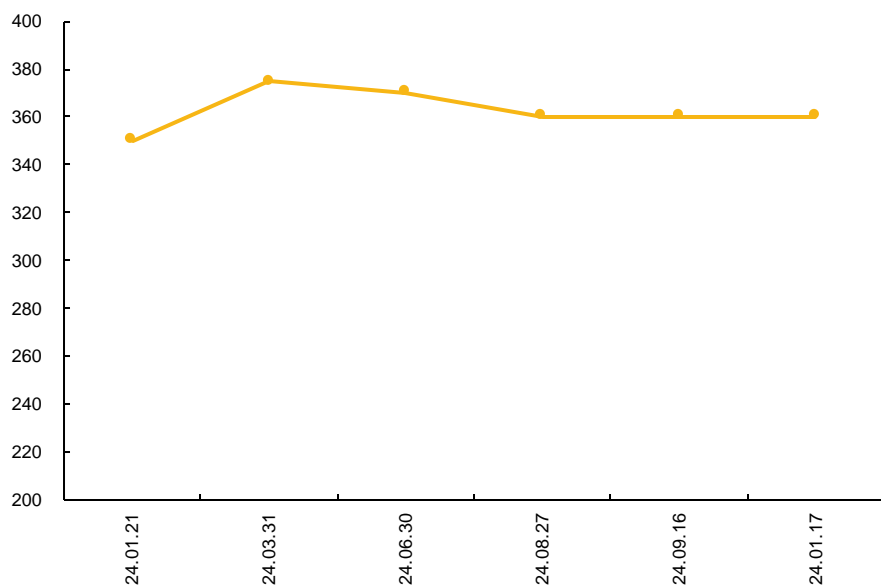
- **批价较稳定，动销仍偏弱**：春节国窖依然坚持数字化营销战略，控盘分利维护价值链稳定，加强C消费消费者红包投入，今年以来批价较稳定，在850~870元左右波动。渠道反馈1573动销有一定压力，我们认为主要原因包括1618竞品影响、渠道费用投入减少、数字化系统下窜货难度增加等因素。4Q24以来，公司更加注重渠道健康，并未强制要求经销商完成回款，因而春节前经销商库存较中秋节后普遍有所回落。



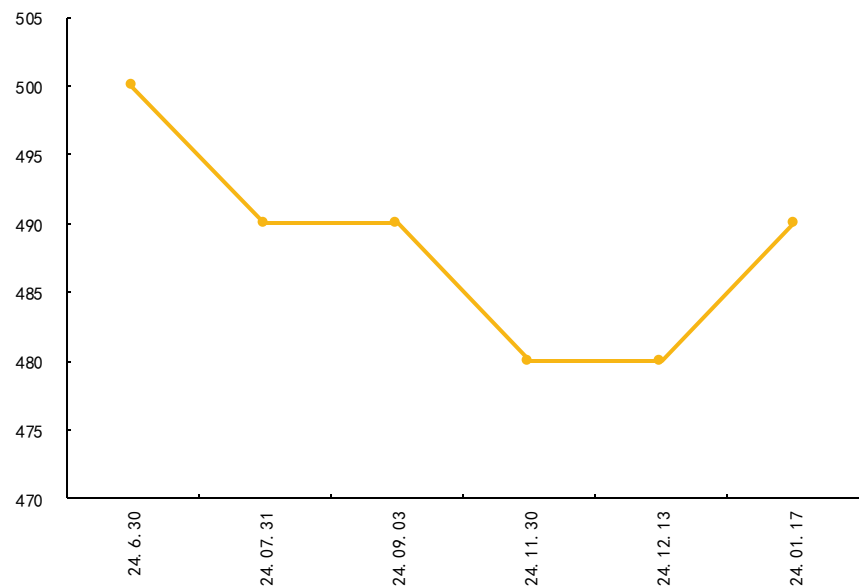
## 2.4 山西汾酒：经营节奏良性，全价格带发力

- **经营节奏良性，全价格带发力：**4Q24白酒消费转淡后，公司主动控制发货节奏，维护渠道健康，年前青花库存约1.5月，老白汾&巴拿马1.5~2月，玻汾库存小于1月，整体经营节奏良性。汾酒在青花20百亿之后，25年坚持“四轮驱动”产品战略，同步发力玻汾、老白汾、青花30，致力于四个百亿大单品的打造，充分发挥全价格带产品矩阵优势。据渠道调研，在行业整体批价回落的大背景下，青20依然维持良好动销势头，24年以来批价均维持在360元；玻汾24年放量后批价从500元回落至470~480元，25年公司控量发展，批价回暖至490~500元；老白汾&巴拿马聚焦环山西宴席市场，增速高于公司整体。

青花20批价（元）



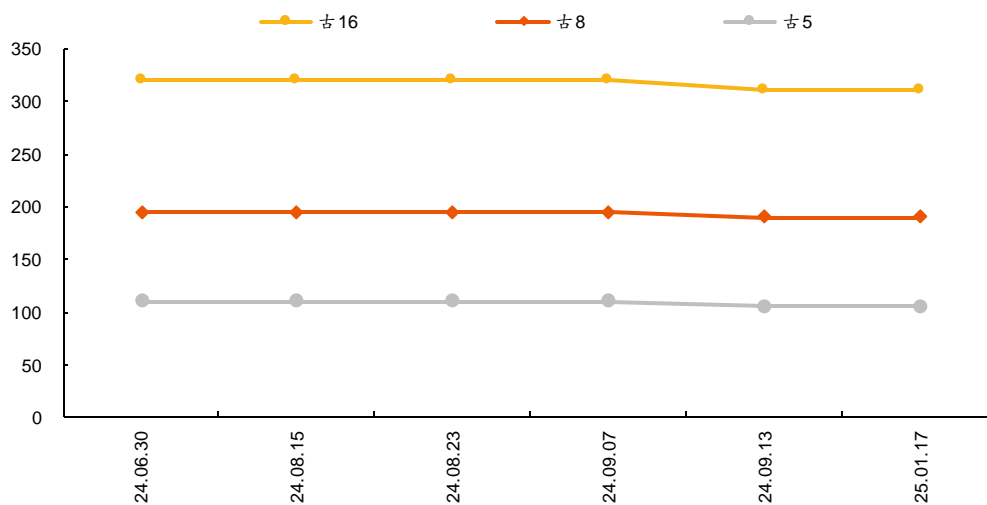
玻汾批价（元）



## 2.5 古井贡酒：宴席回补明显，古16表现亮眼

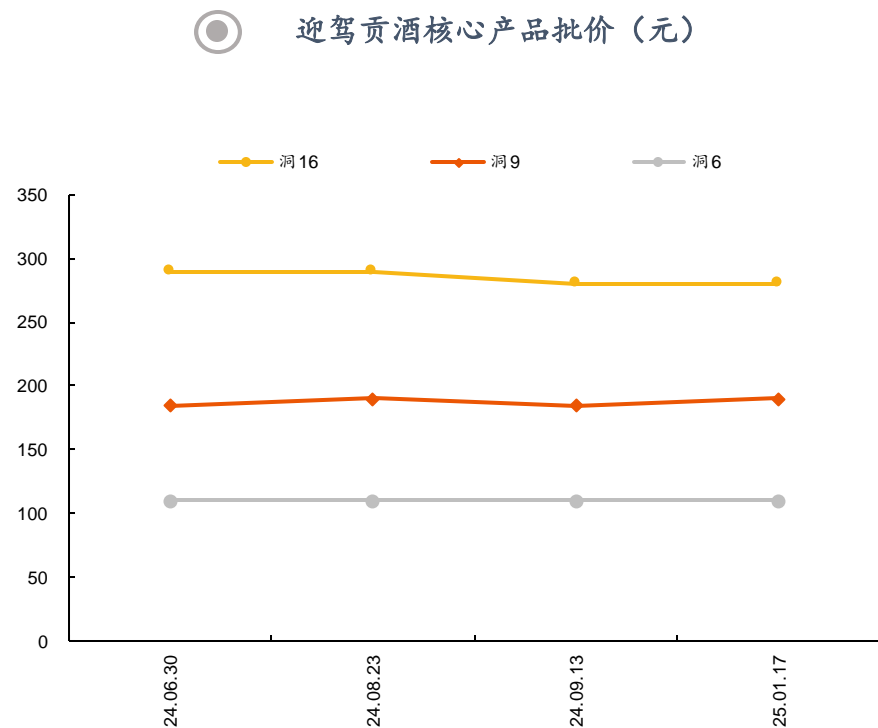
- **终端备货谨慎，库存有一定累计：**2024年受宏观消费环境影响，古井动销有一定压力，在厂家增加任务的背景下，节前库存有同比有所增加。由于库存水位较高、市场货源较充足，叠加价格不稳定，终端备货谨慎、按需采购，春节期间经销商打款进度弱于去年同期，垫资金融工具使用情况较往年更加普遍，同时给予春节前回款的经销商额外打款奖励。
- **宴席表现亮眼，大众流通稳定。**分场景看，在去年低基数背景下，合肥春节宴席回补较明显，正月酒店预定量同比保持较快增速，结构上古16占比持续提升；得益于春节走亲访友偏刚性，100~200的大众流通价位动销稳健，古8仍然保持不错增长，献礼版/古5一定程度上受到竞品影响；商务场景仍然偏弱，古20销售承压。
- **省内表现优于省外，古8/16韧性较强。**分区域看，安徽基地市场回款与动销相对更优；分产品看，古16承接宴席升级以及古20降级需求表现最优，古8得益于乡镇地区升级仍有不错表现。

古井贡酒核心产品批价（元）



## 2.6 迎驾贡酒：品牌势能向上，动销势头良好

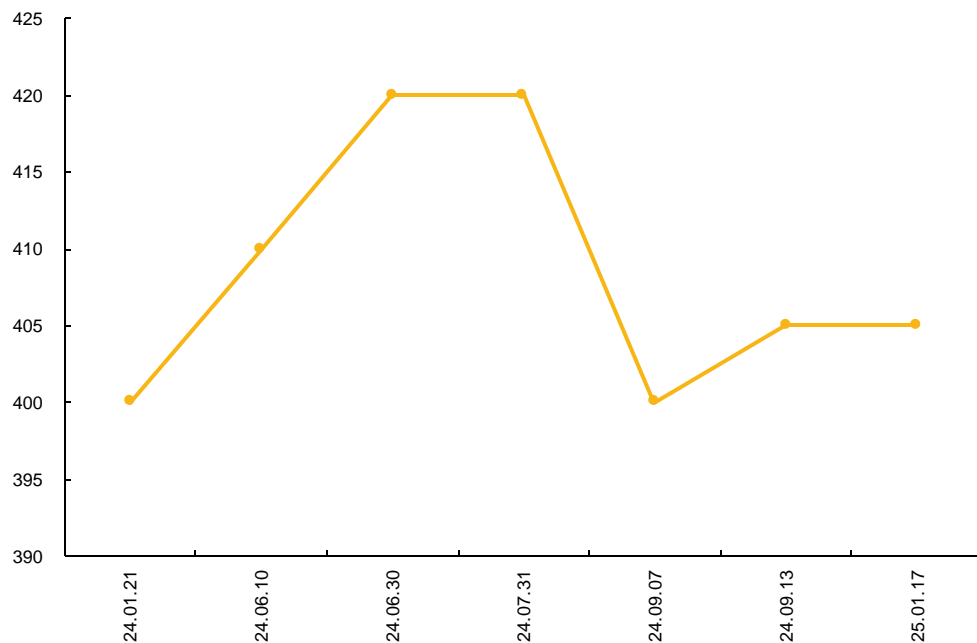
- **品牌势能向上，动销势头良好。**伴随公司多年培育，洞藏品牌力持续提升，动销势头良好。分市场看，除了合六淮等传统强势市场外，迎驾在铜陵、宿州等市场亦开始起势，自点率持续提升。
- **加大消费者投入，批价整体稳定。**费用端，春节公司在扫码和宴席政策方面持续加码，以开瓶促动销为导向。洞6/9/16批价分别为110/190/280元，相对稳定，古5/8/16批价分别为105/190/310元，洞6/9批价已经接近古5/8批价接近，洞16与古16仍有一定差距。



## 2.7 今世缘：动销势头良好，春节批价稳定

- **开门红打款发货有序，库存同比有所增加。**公司开门红打款和发货有序，由于费用改革，四开、对开、淡雅等高流速大单品回款进度优于柔雅、典藏、K3/K5。库存方面，受宏观消费环境影响，春节前整体库存约3月，同比+1月，但仍然处于可控水平。
- **国缘动销势头良好，春节批价稳定。**国缘在淮安、南京起势后，逐渐抢占竞对份额，其中四开团购资源丰富，动销维持良性，与竞争对手持续拉开差距；淡雅等中低档产品渠道渗透仍有空间，增长红利仍在。渠道调研显示，淡雅/对开/四开/V3批价分别为105/250/405/510元，春节期间相对维持稳定。

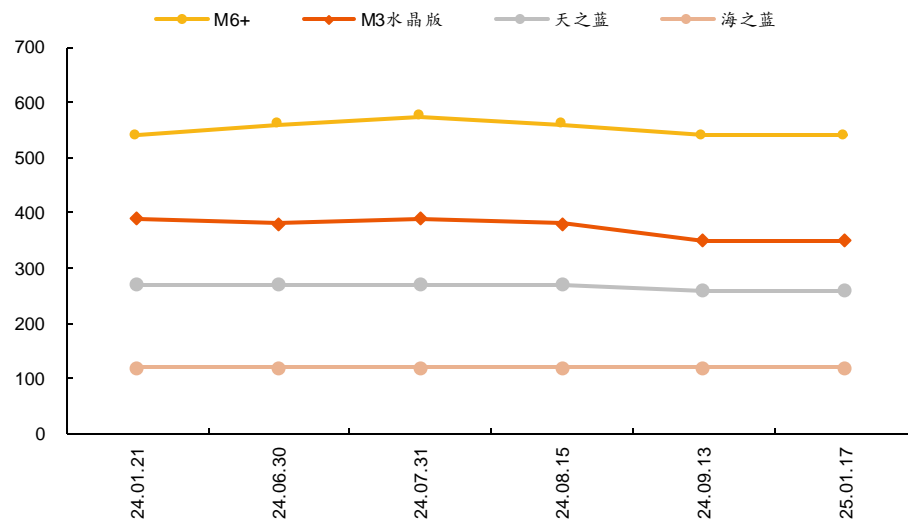
● 国缘四开批价（元）



## 2.8 洋河股份：节前库存有所去化，动销仍有压力

- **4Q24柔性回款，节前库存有所去化。**受消费大环境与竞争对手压力，2024年以来公司动销承压，为维护渠道良性、缓解库存压力，4Q24公司打款柔性化，不强制完成全年任务，助力经销商去库存，节前库存水位较中秋节后有所回落，省内M3水晶版/M6+经销商库存2.5月+。
- **费用投放力度增加，批价相对稳定。**春节期间公司费用投放持续向消费者倾斜，通过购酒券、扫码红包等政策拉动消费者开瓶，而对于渠道的投放有所缩减。渠道调研显示海之蓝/天之蓝/M3水晶版/M6+批价分别为120/260/350/540元，基本维持稳定。

洋河股份核心产品批价（元）







## 目录 CONTENTS

① 整体反馈：需求平稳，供给理性

② 分公司：分化延续，名酒更优

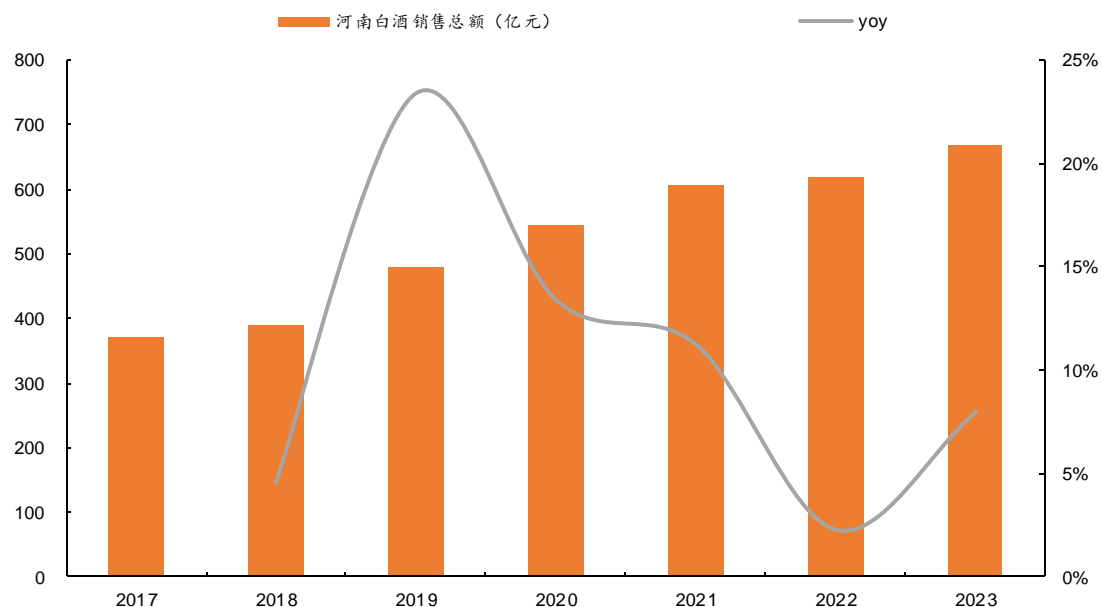
③ 分市场：宴席回补，流通稳定

④ 投资建议与风险提示

## 3.1 河南：动销整体平稳，马太效应明显

- **春节整体平稳，中高端表现更优。**渠道反馈河南春节动销同比有所下滑，分价格带看，高端酒礼赠相对稳定，中高端价格带较快增长，而次高端价格带同比下滑较大，整体消费有一定降级。
- **马太效应明显，1935表现亮眼。**春节消费向名酒集中，分化较大，河南地区酱酒向茅台、习酒、郎酒、珍酒等名酒集中，而国台、钓鱼台等产品销售承压。茅台、五粮液动销平稳，飞天整箱批价在2300元左右波动，五粮液批价稳定在920左右；1935在经历过3年的培育之后消费者认知不断增强，叠加较高的渠道利润、较高的性价比，相比起其他品牌的酱酒终端推力更强，春节动销势头良好。

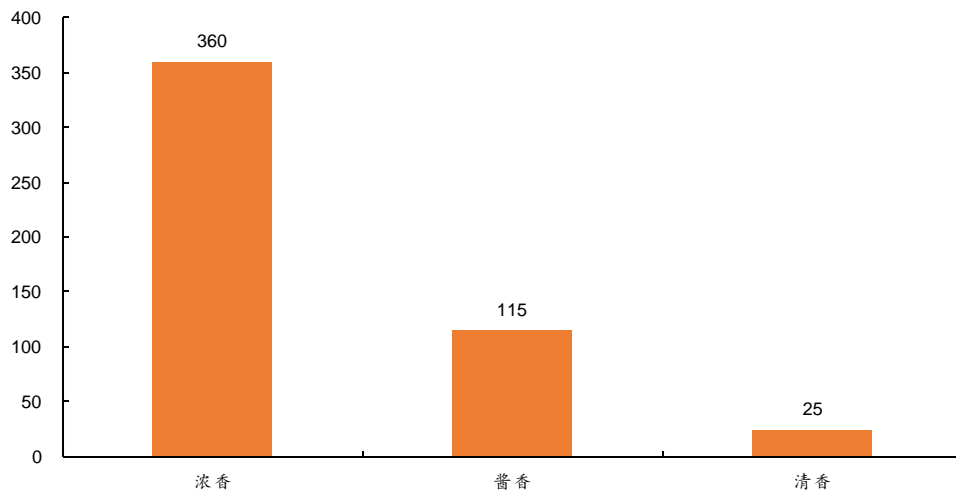
河南白酒市场规模及同比增速



## 3.2 四川：五粮液控货，国窖部分替代

- **宴席预定量良好，商务需求仍然较疲软。** 春节备货时间较晚，渠道反馈春节动销仍有一定下滑，但场景分化明显。25年春节宴席预定量同比增长明显，大众消费较平稳，而商务场景仍然偏弱。
- **五粮液控货，国窖部分替代。** 高端酒方面，飞天茅台动销同比基本持平，而非标产品同比有所下滑；五粮液控货后春节期间货源较稀缺，部分大商选择外采，批价维持在920~930，较节前的880提升明显；由于五粮液货源稀缺，同时国窖在四川地区认可度与五粮液差距不大，因而部分普五需求外溢至国窖1573，但国窖整体库存仍有压力。

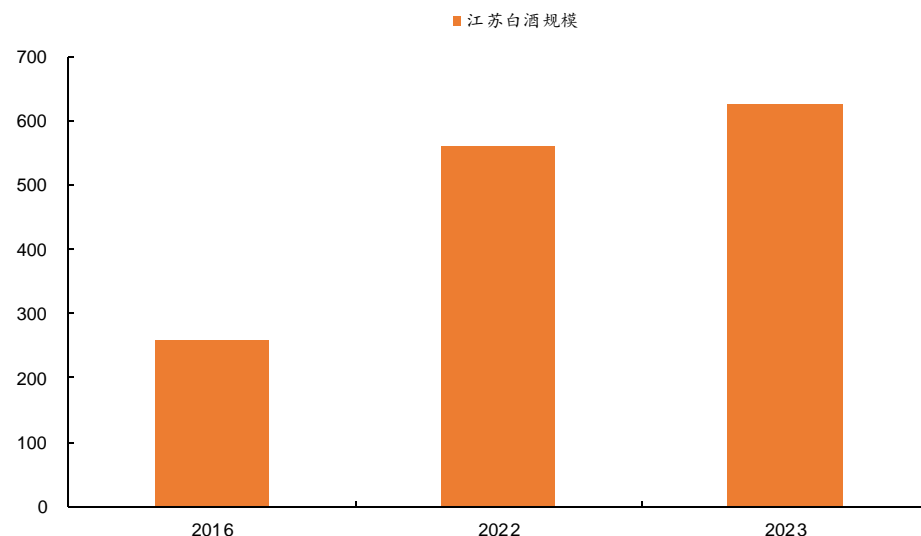
2022年四川白酒香型规模（亿元）



### 3.3 江苏：今世缘韧性较强，洋河仍有压力

- **宴席回补明显，流通渠道稳定：**渠道反馈春节动销虽然有所下滑，但下滑幅度较中秋明显收窄，整体仍然呈现出弱复苏的态势。分场景看，春节婚宴回补明显，且价格带维持韧性；受消费大环境影响，企业团购仍然承压，价格带有一定的降级；大众流通相对平稳。
- **产品表现分化，马太效应明显：**春节消费分化明显，地产酒中国缘依然维持增长势能，分产品看，四开、淡雅表现较优，柔雅、典藏等产品有一定压力；洋河费用投放有所增加，但实际效果一般，整体动销仍有压力，其中天之蓝、M3水晶版表现相对更优秀。

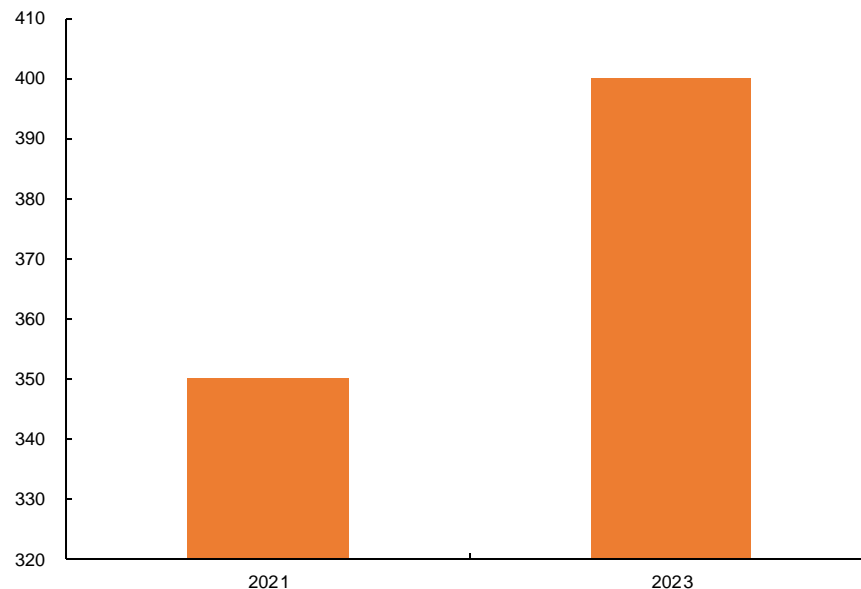
江苏白酒消费规模较快提升（亿元）



## 3.4 安徽：宴席回补明显，大众价格带稳定

- **宴席预定量回补较多，大众消费稳定。**分场景看，春节期间安徽宴席回补明显，并且用酒档次持续提升，城市地区由200元向300元提升，乡镇地区由100元向200元提升；得益于春节返乡人数稳定增长，100~200元大众价格带表现较稳定；商务需求仍然承压，并且有一定降级。
- **洞藏维持增长势能，古16表现亮眼。**洞藏春节仍然维持向上势能，渠道反馈洞6增长亮眼，在部分终端店对古5形成替代；受竞品影响，古井中低档产品动销有一定压力，但得益于宴席预订，古16仍然维持较快的增长势头。

安徽省白酒市场规模（亿元）





## 目录 CONTENTS

● 整体反馈：需求平稳，供给理性

● 分公司：分化延续，名酒更优

● 分市场：宴席回补，流通稳定

● 投资建议与风险提示

## 4.1 投资建议

- 在需求整体承压的背景下，酒厂加大供给侧管控，通过减量、控货等方式挺价，维持价值链稳定与渠道健康，利好长期发展。展望未来，伴随宏观政策落地，需求侧有望回暖，带动白酒消费向上。标的上推荐三条主线，一是需求坚挺的高端白酒，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖；二是全国化持续推进的次高端白酒，推荐山西汾酒；三是主力产品位于扩容价格带的地产酒，推荐迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘、老白干酒。

白酒公司估值表

股票代码	股票简称	2月5日	EPS (元)				PE (倍)				评级
		收盘价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600519.SH	贵州茅台	1434.99	59.49	68.22	73.18	78.19	24.1	21.0	19.6	18.4	推荐
000858.SZ	五粮液	127.20	7.78	8.42	8.96	9.46	16.3	15.1	14.2	13.4	推荐
600809.SH	山西汾酒	172.00	8.56	10.21	11.64	13.11	20.1	16.9	14.8	13.1	推荐
000568.SZ	泸州老窖	115.55	9.00	9.75	10.29	10.81	12.8	11.9	11.2	10.7	推荐
002304.SZ	洋河股份	77.12	6.65	5.44	5.55	5.83	11.6	14.2	13.9	13.2	推荐
000596.SZ	古井贡酒	166.08	8.68	10.63	12.23	13.85	19.1	15.6	13.6	12.0	推荐
603369.SH	今世缘	43.48	2.52	2.92	3.27	3.60	17.3	14.9	13.3	12.1	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	55.76	2.86	3.36	3.97	4.65	19.5	16.6	14.0	12.0	推荐
600702.SH	舍得酒业	52.90	5.32	2.80	2.95	3.26	10.0	18.9	17.9	16.2	推荐
603919.SH	金徽酒	18.44	0.65	0.79	0.93	1.10	28.4	23.3	19.7	16.7	推荐
600559.SH	老白干酒	18.25	0.73	0.95	1.15	1.36	25.1	19.3	15.9	13.5	推荐
600197.SH	伊力特	15.57	0.72	0.75	0.84	0.94	21.6	20.8	18.6	16.6	推荐

# 风险提示

---

## ➤ 风险提示：

- 1) **宏观经济波动影响：**白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；
- 2) **消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏。
- 3) **食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 4) **原材料波动影响：**食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；
- 5) **行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。



## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。