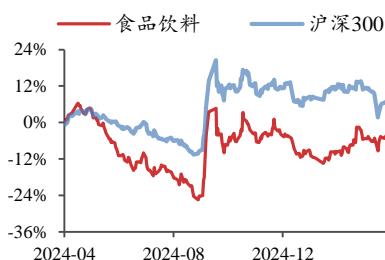


食品饮料

2025年04月20日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《3月社零增速环比回升，消费保持温和复苏—行业点评报告》-2025.4.17

《3月电商数据分析：大众品线上增长稳健，板块预期升温建议积极关注—行业点评报告》-2025.4.15

《内需提振预期强化，饮食板块积极布局—行业周报》-2025.4.13

社零数据转暖，政策预期升温

——行业周报

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

张思敏（联系人）

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790123070080

● 核心观点：3月社零增速环比回升，释放消费政策预期加强

4月14日-4月18日，食品饮料指数涨幅为0.2%，一级子行业排名第15，跑输沪深300约0.3pct，子行业中软饮料(+4.4%)、预加工食品(+4.1%)、烘焙食品(+3.9%)表现相对领先。本周统计局公布社零数据，2025年3月社会消费品零售总额同比+5.9%，增速环比1-2月+1.9pct，3月社零数据增速好于预期，一方面“以旧换新”扩大范围，对家电、通讯器材、家具等消费的带动作用较好，另一方面促销费政策发力下，餐饮和零售消费增速有所加快。观测季度数据变化情况，2025Q1社会消费品零售总额同比+4.6%，增速环比2024Q4提升0.6pct，居民消费处于持续改善阶段。2025Q1粮油食品类、饮料类、烟酒类同比分别+12.2%、-0.5%、+6.3%，增速环比2024Q4分别+2.3pct、+4.1pct、+3.5pct，粮油食品保持较高增速，饮料类和烟酒类增速环比改善较好，一方面1-2月春节旺季对饮料和烟酒消费有一定拉动作用，另一方面3月消费信心有所改善，带动可选消费增速回升。

我们对于消费政策释放的预期更加坚定，对消费板块后续呈乐观态度。中国面对美国关税冲击进行坚决反制，需要依靠内需来激活经济提振信心，而且政策刺激是提振内需必要条件，后续大概率可以看到消费政策的超预期出台，将会对板块基本面形成实际利好。近期上市公司进入财报密集披露期，从已公布的情况看，一季度多数公司仍面临压力，主因在于多数公司同期基数较高。但我们判断当前板块已处于基本面底部区间，一方面大众需求比较平稳，部分市场商务活跃度已有边际改善；另一方面企业主动收缩供给，力求实现供需平衡，减少渠道压力，释放渠道风险。叠加消费政策刺激力度预期加强，我们认为全年公司业绩节奏应是逐季向上，一季度正是业绩低点。白酒已进入中长期布局时点，推荐贵州茅台、山西汾酒，受益标的今世缘、古井贡酒等。大众品把握成长性原则，重点关注零食板块，推荐甘源食品、盐津铺子、西麦食品。此外全年维度还可关注乳制品，推荐伊利股份、新乳业；推荐首发国产威士忌新品的百润股份，以及具备成本红利的安琪酵母等。

● 推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

(1) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但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。(2) 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。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(3) 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。(4) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

● 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：3月社零增速环比回升，释放消费政策预期加强.....	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：1-3月规上白酒产量103.2万千升	7
5、备忘录：关注五粮液4月26日年报/一季报披露.....	7
6、风险提示	10

图表目录

图 1：食品饮料涨幅0.2%，排名15/28.....	4
图 2：软饮料、与加工食品、烘焙食品表现相对领先.....	4
图 3：安记食品、麦趣尔、一鸣食品涨幅领先.....	4
图 4：熊猫乳品、ST春天、百润股份跌幅居前	4
图 5：2025年4月15日全脂奶粉中标价同比+28.7%.....	5
图 6：2025年4月10日生鲜乳价格同比-11.5%.....	5
图 7：2025年4月19日猪肉价格同比+0.4%.....	5
图 8：2024年12月生猪存栏数量同比-1.6%.....	5
图 9：2025年2月能繁母猪数量同比+0.6%.....	5
图 10：2025年4月12日白条鸡价格同比-0.7%.....	5
图 11：2025年3月进口大麦价格同比-10.6%.....	6
图 12：2025年3月进口大麦数量同比-50.6%.....	6
图 13：2025年4月18日大豆现货价同比-10.7%.....	6
图 14：2025年4月10日豆粕平均价同比-6.1%.....	6
图 15：2025年4月18日柳糖价格同比-5.6%.....	7
图 16：2025年4月11日白砂糖零售价同比-0.2%.....	7
表 1：最近重大事件备忘录：关注五粮液4月26日年报/一季报披露.....	8
表 2：关注4月13日发布的行业周报	9
表 3：重点公司盈利预测及估值	10

1、每周观点：3月社零增速环比回升，释放消费政策预期加强

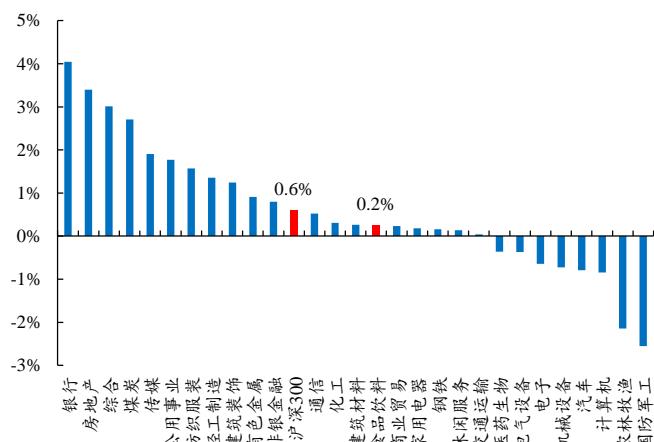
4月14日-4月18日，食品饮料指数涨幅为0.2%，一级子行业排名第15，跑输沪深300约0.3pct，子行业中软饮料(+4.4%)、预加工食品(+4.1%)、烘焙食品(+3.9%)表现相对领先。个股方面，安记食品、麦趣尔、一鸣食品涨幅领先；熊猫乳品、ST春天、百润股份跌幅居前。本周统计局公布社零数据，2025年3月社会消费品零售总额同比+5.9%，增速环比1-2月+1.9pct，3月社零数据增速好于预期，一方面“以旧换新”扩大范围，对家电、通讯器材、家具等消费的带动作用较好，另一方面促消费政策发力下，餐饮和零售消费增速有所加快。观测季度数据变化情况，2025Q1社会消费品零售总额同比+4.6%，增速环比2024Q4提升0.6pct，居民消费处于持续改善阶段。2025Q1粮油食品类、饮料类、烟酒类同比分别+12.2%、-0.5%、+6.3%，增速环比2024Q4分别+2.3pct、+4.1pct、+3.5pct，粮油食品保持较高增速，饮料类和烟酒类增速环比改善较好，一方面1-2月春节旺季对饮料和烟酒消费有一定拉动作用，另一方面3月消费信心有所改善，带动可选消费增速回升。

我们对于消费政策释放的预期更加坚定，对消费板块后续呈乐观态度。中国面对美国关税冲击进行坚决反制，需要依靠内需来激活经济提振信心，而且政策刺激是提振内需必要条件，后续大概率可以看到消费政策的超预期出台，将会对板块基本面形成实际利好。近期上市公司进入财报密集披露期，从已公布的情况看，一季度多数公司仍面临压力，主因在于多数公司同期基数较高。但我们判断当前板块已处于基本面底部区间，一方面大众需求比较平稳，部分市场商务活跃度已有边际改善；另一方面企业主动收缩供给，力求实现供需平衡，减少渠道压力，释放渠道风险。叠加消费政策刺激力度预期加强，我们认为全年公司业绩节奏应是逐季向上，一季度正是业绩低点。白酒已进入中长期布局时点，推荐贵州茅台、山西汾酒，受益标的今世缘、古井贡酒等。大众品把握成长性原则，重点关注零食板块，推荐甘源食品、盐津铺子、西麦食品。此外全年维度还可关注乳制品，推荐伊利股份、新乳业；推荐首发国产威士忌新品的百润股份，以及具备成本红利的安琪酵母等。

2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

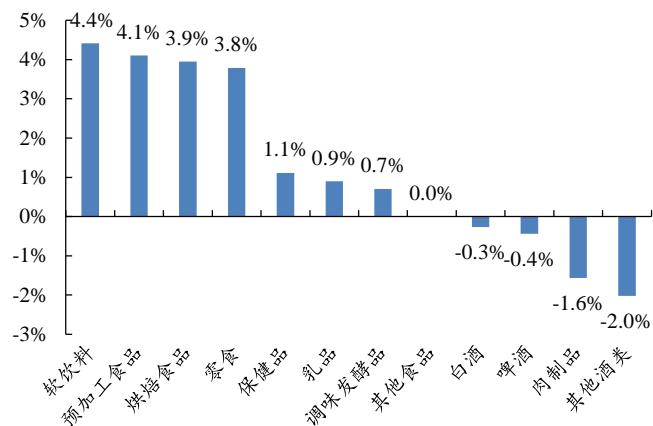
4月14日-4月18日，食品饮料指数涨幅为0.2%，一级子行业排名第15，跑输沪深300约0.3pct，子行业中软饮料(+4.4%)、预加工食品(+4.1%)、烘焙食品(+3.9%)表现相对领先。个股方面，安记食品、麦趣尔、一鸣食品涨幅领先；熊猫乳品、ST春天、百润股份跌幅居前。

图1：食品饮料涨幅 0.2%，排名 15/28



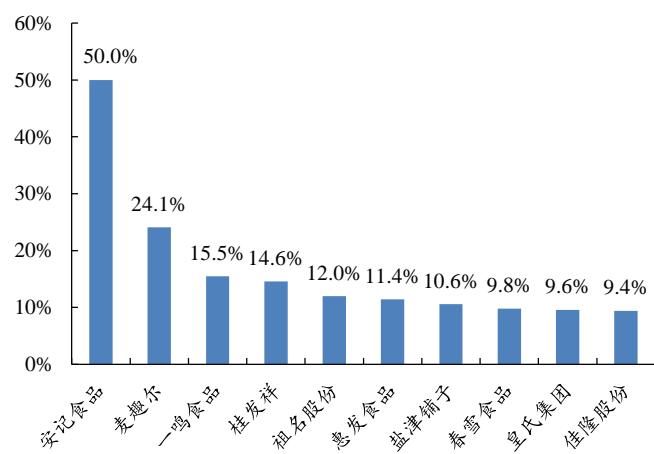
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：软饮料、与加工食品、烘焙食品表现相对领先



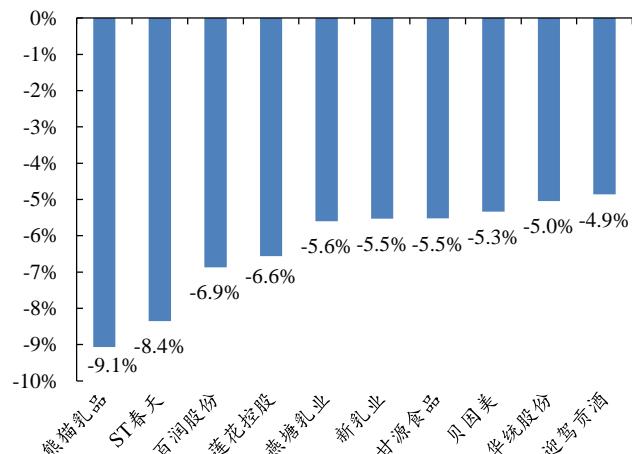
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：安记食品、麦趣尔、一鸣食品涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：熊猫乳品、ST 春天、百润股份跌幅居前



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

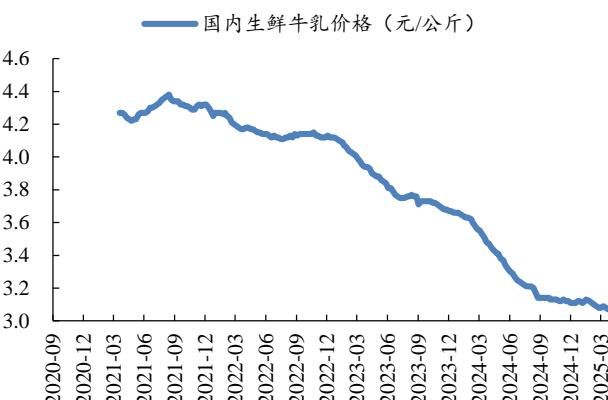
4月15日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价4171美元/吨，环比+2.7%，同比+28.7%，奶价同比上升。4月10日，国内生鲜乳价格3.1元/公斤，环比持平，同比-11.5%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2025年4月15日全脂奶粉中标价同比+28.7%



数据来源：GDT、开源证券研究所

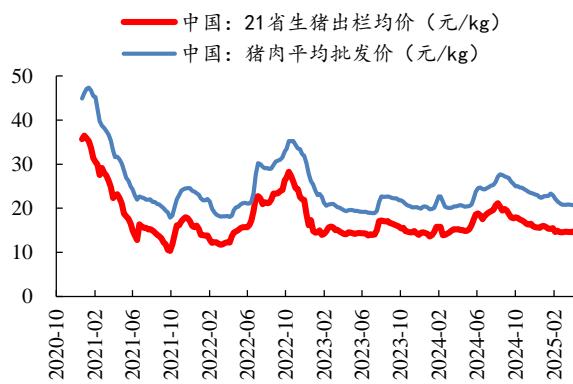
图6：2025年4月10日生鲜乳价格同比-11.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

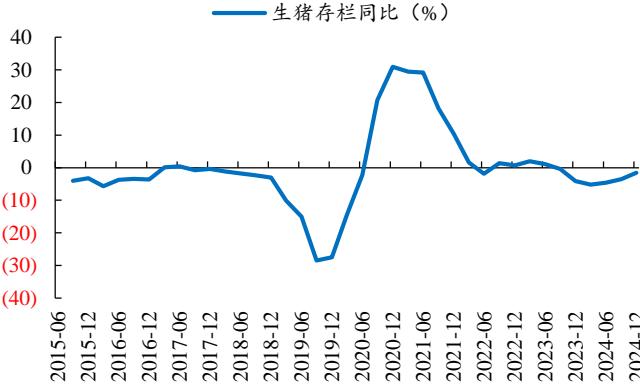
4月19日，生猪出栏价格14.9元/公斤，同比-0.7%，环比+2.2%；猪肉价格20.8元/公斤，同比+0.4%，环比+0.1%。2025年2月，能繁母猪存栏4066.0万头，同比+0.6%，环比+0.1%。2024年12月生猪存栏同比-1.6%。2025年4月12日，白条鸡价格17.5元/公斤，同比-0.7%，环比+0.2%。

图7：2025年4月19日猪肉价格同比+0.4%



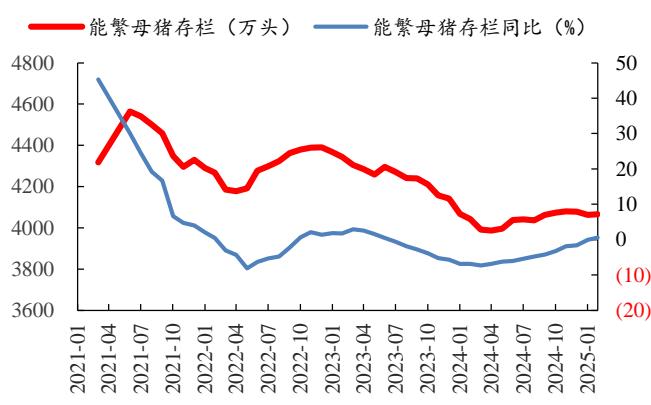
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年12月生猪存栏数量同比-1.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025年2月能繁母猪数量同比+0.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

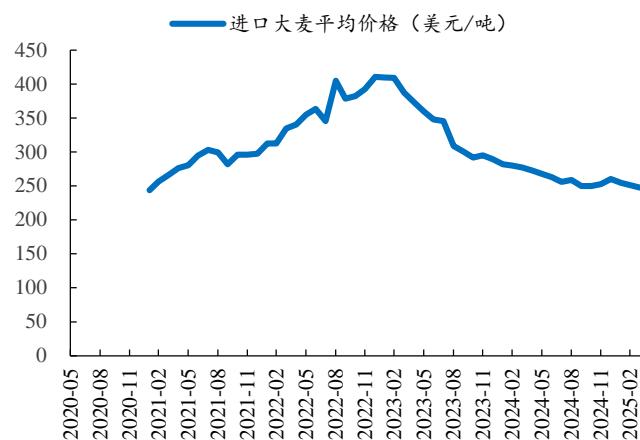
图10：2025年4月12日白条鸡价格同比-0.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

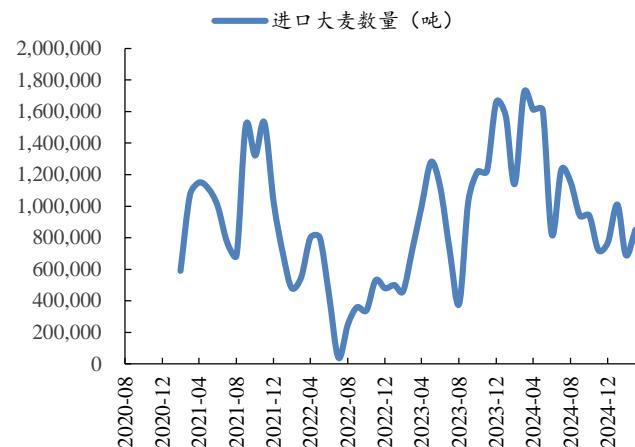
2025年3月，进口大麦价格247.7美元/吨，同比-10.6%。2025年3月进口大麦数量85.0万吨，同比-50.6%，进口大麦数量及平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

图11：2025年3月进口大麦价格同比-10.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

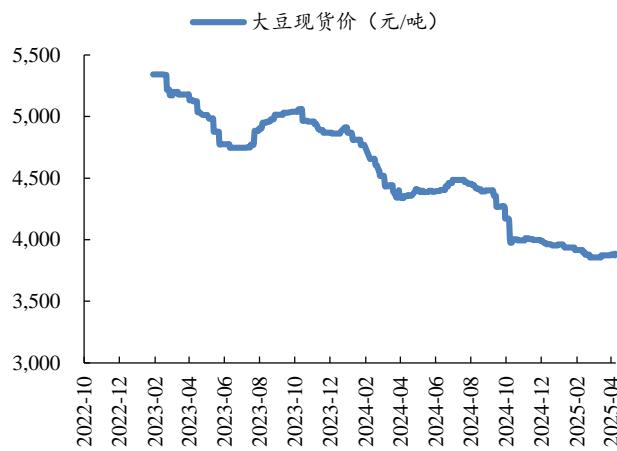
图12：2025年3月进口大麦数量同比-50.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4月18日，大豆现货价3887.4元/吨，同比-10.7%。4月10日，豆粕平均价格3.6元/公斤，同比-6.1%。

图13：2025年4月18日大豆现货价同比-10.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

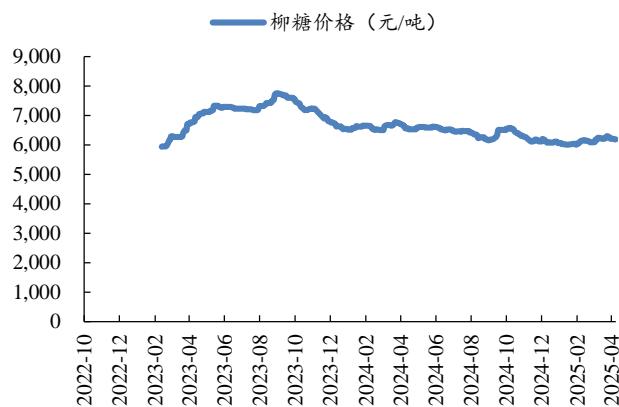
图14：2025年4月10日豆粕平均价同比-6.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

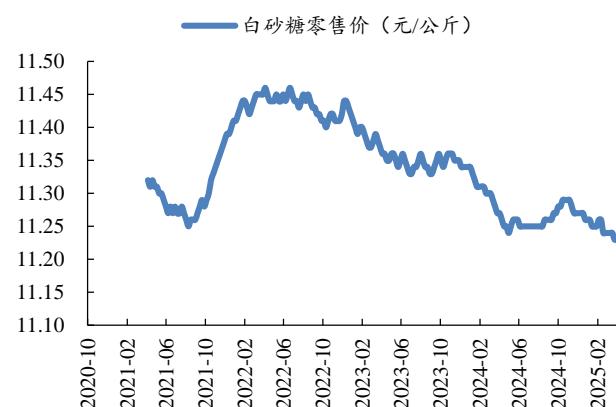
4月18日，柳糖价格6190.0元/吨，同比-5.6%；4月11日，白砂糖零售价格11.2元/公斤，同比-0.2%。

图15：2025年4月18日柳糖价格同比-5.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年4月11日白砂糖零售价同比-0.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：1-3月规上白酒产量103.2万千升

4月16日，茅台保健酒业公司发布关于招募餐饮渠道产品运营商的公告：现面向社会公开招募1家餐饮渠道产品运营商，独家运营签约产品，并推动产品在餐饮终端的广泛覆盖。该项目核心目标包括2025-2027年实现销售额3亿元以及完成全国1500家餐饮终端的铺货，重点区域终端动销率 $\geq 50\%$ （来源于微酒）。

据小茅i茅台消息，4月18日19:35“传承之酿 智享新境”线上专属产品53%vol375ml茅台1935酒将在茅台APP首发。4月18日19:35-4月22日23:59,进入i茅台APP“传承之酿 智享新境”云购专场活动页面即可参与53%vol375ml茅台1935酒购买,每日限量投放1935瓶,每位用户每日限购12瓶,售完即止(来源于酒说)。

4月17日，国家统计局公布数据：3月，中国规模以上企业白酒(折65度，商品量)产量37.8万千升，同比下降0.8%；1-3月，中国规模以上企业白酒(折65度，商品量)产量累计103.2万千升，累计下降7.3%。3月，中国规模以上企业啤酒产量312.8万千升，同比增长1.9%；1-3月，中国规模以上企业啤酒产量累计854.1万千升，累计下降2.2%。3月，中国规模以上企业葡萄酒产量0.9万千升，同比下降25%；1-3月，中国规模以上企业葡萄酒产量累计2.4万千升，累计下降25%（来源于酒业家）。

5、备忘录：关注五粮液4月26日年报/一季报披露

下周（4月21日-4月27日）有34家公司披露年度报告，48家公司披露一季度报告，12家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注五粮液4月26日年报/一季报披露

公司	业绩披露	股东会
2025/4/21 三只松鼠		安徽省芜湖市(14:30)
2025/4/22 燕京啤酒	年度报告	
2025/4/22 三全食品	年报/一季报	
2025/4/22 金字火腿		浙江省金华市(14:00)
2025/4/22 麦趣尔	年度报告	
2025/4/22 泉阳泉		吉林省长春市(14:00)
2025/4/22 恒顺醋业	年度报告	
2025/4/22 惠泉啤酒	一季度报告	
2025/4/22 岩石股份	年度报告	
2025/4/22 妙可蓝多	一季度报告	
2025/4/22 广州酒家		广州市天河区(14:30)
2025/4/22 天味食品		成都市双流区(13:30)
2025/4/22 惠发食品		山东省诸城市(14:30)
2025/4/22 安记食品	年度报告	
2025/4/23 顺鑫农业	年报/一季报	
2025/4/23 珠江啤酒		广东省广州市(16:00)
2025/4/23 金字火腿	一季度报告	
2025/4/23 天佑德酒	年报/一季报	
2025/4/23 盐津铺子	年报/一季报	
2025/4/23 元祖股份		上海市青浦区(13:30)
2025/4/24 承德露露	年报/一季报	
2025/4/24 洽洽食品	年报/一季报	
2025/4/24 好想你	年报/一季报	
2025/4/24 仙乐健康	一季度报告	
2025/4/24 熊猫乳品	一季度报告	
2025/4/24 仲景食品	一季度报告	
2025/4/24 海融科技	年度报告	
2025/4/25 西王食品	一季度报告	
2025/4/25 黑芝麻	年度报告	
2025/4/25 燕京啤酒	一季度报告	
2025/4/25 ST 西发	年报/一季报	
2025/4/25 张裕	一季度报告	
2025/4/25 皇氏集团	年度报告	
2025/4/25 珠江啤酒	一季度报告	
2025/4/25 佳隆股份	年报/一季报	
2025/4/25 涪陵榨菜		重庆市涪陵区(14:00)
2025/4/25 华统股份	年度报告	
2025/4/25 庄园牧场	年报/一季报	
2025/4/25 新乳业	年报/一季报	
2025/4/25 欢乐家	一季度报告	
2025/4/25 古越龙山	一季度报告	
2025/4/25 会稽山		浙江省绍兴市(14:00)

公司	业绩披露	股东会
2025/4/25 金徽酒		甘肃省陇南市(14:00)
2025/4/25 巴比食品	一季度报告	
2025/4/25 朱老六	年报/一季报	
2025/4/26 五粮液	年报/一季报	
2025/4/26 千味央厨	年报/一季报	
2025/4/26 涪陵榨菜	一季度报告	
2025/4/26 海欣食品	年报/一季报	
2025/4/26 龙大美食	年报/一季报	
2025/4/26 西麦食品	年报/一季报	
2025/4/26 西部牧业	年报/一季报	
2025/4/26 汤臣倍健	一季度报告	
2025/4/26 泉阳泉	一季度报告	
2025/4/26 安琪酵母	一季度报告	
2025/4/26 维维股份	一季度报告	
2025/4/26 老白干酒	年报/一季报	
2025/4/26 金枫酒业	一季度报告	
2025/4/26 舍得酒业	一季度报告	
2025/4/26 养元饮品	年报/一季报	
2025/4/26 宝立食品	年报/一季报	
2025/4/26 有友食品	一季度报告	
2025/4/26 香飘飘	年报/一季报	
2025/4/26 日辰股份	年报/一季报	
2025/4/26 元祖股份	一季度报告	
2025/4/26 佳禾食品	年报/一季报	
2025/4/26 骑士乳业	年报/一季报	
2025/4/26 盖世食品	一季度报告	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注4月13日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业周报	内需提振预期强化，饮食板块积极布局	4月13日
公司点评	煌上煌：门店有所收缩，静待经营底部反转	4月13日
公司点评	绝味食品：静待门店经营恢复，投资收益2025Q1环比改善	4月13日
公司点评	安琪酵母：2024年企稳回升双加速，2025年利润弹性有望释放	4月14日
公司点评	东鹏饮料：2025Q1高歌猛进，继续发力	4月17日
公司点评	五芳斋：2024年主业销售承压，期待2025年经营改善	4月17日
行业点评	3月社零增速环比回升，消费保持温和复苏	4月17日
公司点评	金徽酒：良好开局，稳中求进	4月18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	1565.9	68.64	76.10	84.27	22.8	20.6	18.6
五粮液	买入	131.8	8.72	9.70	10.65	15.1	13.6	12.4
泸州老窖	买入	131.8	11.18	13.60	16.28	11.8	9.7	8.1
洋河股份	增持	73.3	6.79	6.99	7.36	10.8	10.5	10.0
山西汾酒	买入	220.1	10.52	12.35	14.69	20.9	17.8	15.0
口子窖	增持	35.2	3.18	3.47	3.79	11.1	10.1	9.3
古井贡酒	增持	172.9	11.16	13.94	17.51	15.5	12.4	9.9
金徽酒	增持	19.7	0.77	0.86	0.98	25.7	22.8	20.1
伊利股份	买入	29.6	1.83	1.82	1.98	16.2	16.3	15.0
新乳业	增持	16.1	0.64	0.75	0.89	25.1	21.4	18.0
双汇发展	增持	27.2	1.44	1.51	1.59	18.9	18.0	17.1
中炬高新	增持	21.3	1.14	1.21	1.30	18.7	17.6	16.4
涪陵榨菜	增持	13.5	0.69	0.77	0.83	19.6	17.5	16.3
海天味业	买入	42.1	1.14	1.28	1.44	37.0	32.9	29.3
恒顺醋业	增持	7.7	0.13	0.15	0.19	59.2	51.3	40.5
西麦食品	增持	18.0	0.59	0.81	0.99	30.5	22.2	18.2
嘉必优	买入	24.3	0.74	0.92	1.08	32.8	26.4	22.5
绝味食品	增持	17.0	0.37	1.04	1.11	45.9	16.3	15.3
煌上煌	增持	9.9	0.07	0.14	0.19	141.3	70.6	52.1
广州酒家	增持	16.4	0.87	1.00	1.12	18.9	16.4	14.6
甘源食品	买入	76.6	4.54	5.60	6.87	16.9	13.7	11.2
劲仔食品	增持	14.0	0.65	0.76	0.93	21.7	18.4	15.0
天味食品	增持	14.0	0.59	0.68	0.77	23.7	20.5	18.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2025年4月18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R4（中高风险），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形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