

## 食品饮料

2025 年 04 月 27 日

## 基金持仓更加集中，零食板块表现较好

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（联系人）

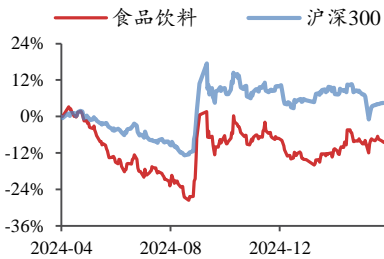
zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790123070080

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2025Q1 食品饮料仓位持续回落，白酒集中持仓——行业点评报告》  
-2025.4.24

《社零数据转暖，政策预期升温——行业周报》-2025.4.20

《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

### ● 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 21 日-4 月 25 日，食品饮料指数跌幅为 1.4%，一级子行业排名第 28，跑输沪深 300 约 1.7pct，子行业中零食(+4.5%)、软饮料(+2.2%)、其他酒类(+0.1%)表现相对领先。本周基金一季报持仓情况公布，从基金重仓持股情况来看（Wind 中全部市场基金，一级子行业），2025Q1 食品饮料配置比例由 2024Q4 的 10.6% 回落至 9.8% 水平，环比回落 0.8pct，处于 2020 年以来新低位置。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2025Q1 食品饮料配置比例为 8.1%，和 2024Q4 的 8.3% 相比，下降 0.2pct，说明一季度主动权益基金仍减少食品饮料配置。我们从主动权益基金持仓口径分析，从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由 2024Q4 的 6.46% 回升至 2025Q1 的 6.57% 水平，环比回升 0.11pct。如果观察全市场基金口径，基金重仓白酒比例由 2024Q4 的 9.0% 回落到 2025Q1 的 8.5%。两者配置情况出现背离，主动权益基金加配白酒，而被动基金在减仓白酒。从基金加仓的情况分析，今世缘、泸州老窖、山西汾酒被基金一致增持较多，整体来看一季度白酒持仓更加集中。

本周中共中央政治局会议召开，会议指出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。本次会议延续的此前基调，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。当前多数上市公司披露一季报，从已公布的情况来看，白酒、调味品、速冻食品等一季度业绩普遍仍有压力，一方面来自于同期的高基数效应，另一方面也体现出当前弱复苏的消费环境。一季度相对表现较好的是具备单品逻辑的零食板块，如盐津铺子抓住魔芋品类的红利期，叠加全渠道拓展，2025Q1 实现收入 25.7% 的高增长。有友食品的脱骨鸭掌贡献一季度主要收入增量，山姆会员店的素食品类也已推出，预计全年有望持续高增。西麦食品的复合燕麦持续领跑，积极拥抱新零售渠道，一季度收入与利润均有较快增长。我们判断全年节奏应是前低后高，一季度可能是多数公司的业绩增速低点，后续多数公司业绩应是逐季向好。而零食板块全年仍可保持较高成长性，建议积极关注。

### ● 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，本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：基金减配食品饮料但持股集中，零食业绩表现相对突出 .....	3
2、市场表现：食品饮料跑输大盘 .....	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落 .....	4
4、酒业数据新闻：五粮液将发布 17 个新品系列 .....	7
5、备忘录：关注贵州茅台 4 月 30 日一季报披露 .....	7
6、风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1：食品饮料跌幅 1.4%，排名 28/28 .....	4
图 2：零食、软饮料、其他酒类表现相对领先 .....	4
图 3：有友食品、安记食品、ST 通葡涨幅领先 .....	4
图 4：ST 春天、桂发祥、祖名股份跌幅居前 .....	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 17 日生鲜乳价格同比-10.7% .....	5
图 7：2025 年 4 月 26 日猪肉价格同比+1.6% .....	5
图 8：2025 年 3 月生猪存栏数量同比-1.6% .....	5
图 9：2025 年 3 月能繁母猪数量同比+1.2% .....	5
图 10：2025 年 4 月 19 日白条鸡价格同比-2.0% .....	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 25 日大豆现货价同比-10.9% .....	6
图 14：2025 年 4 月 17 日豆粕平均价同比-3.7% .....	6
图 15：2025 年 4 月 25 日柳糖价格同比-4.6% .....	7
图 16：2025 年 4 月 18 日白砂糖零售价同比-0.2% .....	7
表 1：最近重大事件备忘录：关注贵州茅台 4 月 30 日一季报披露 .....	7
表 2：关注 4 月 20 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：基金减配食品饮料但持股集中，零食业绩表现相对突出

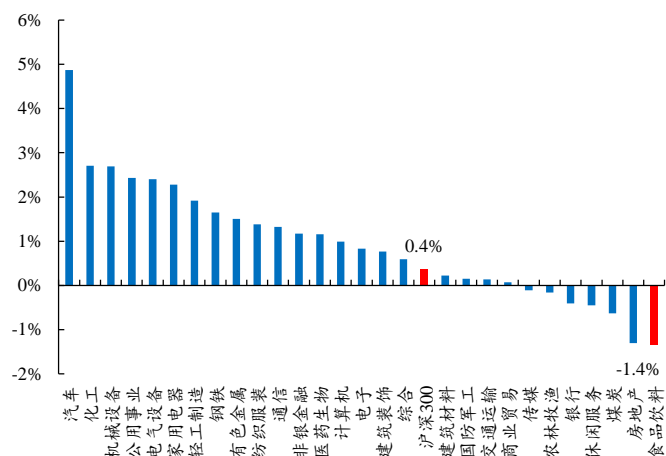
4月21日-4月25日，食品饮料指数跌幅为1.4%，一级子行业排名第28，跑输沪深300约1.7pct，子行业中零食(+4.5%)、软饮料(+2.2%)、其他酒类(+0.1%)表现相对领先。个股方面，有友食品、安记食品、ST通葡涨幅领先；ST春天、桂发祥、祖名股份跌幅居前。本周基金一季报持仓情况公布，从基金重仓持股情况来看（Wind中全部市场基金，一级子行业），2025Q1食品饮料配置比例由2024Q4的10.6%回落至9.8%水平，环比回落0.8pct，处于2020年以来新低位置。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2025Q1食品饮料配置比例为8.1%，和2024Q4的8.3%相比，下降0.2pct，说明一季度主动权益基金仍减少食品饮料配置。我们从主动权益基金持仓口径分析，从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由2024Q4的6.46%回升至2025Q1的6.57%水平，环比回升0.11pct。如果观察全市场基金口径，基金重仓白酒比例由2024Q4的9.0%回落到2025Q1的8.5%。两者配置情况出现背离，主动权益基金加配白酒，而被动基金在减仓白酒。从基金加仓的情况分析，今世缘、泸州老窖、山西汾酒被基金一致增持较多，整体来看一季度白酒持仓更加集中。

本周中共中央政治局会议召开，会议指出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。本次会议延续的此前基调，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。当前多数上市公司披露一季报，从已公布的情况来看，白酒、调味品、速冻食品等一季度业绩普遍仍有压力，一方面来自于同期的高基数效应，另一方面也体现出当前弱复苏的消费环境。一季度相对表现较好的是具备单品逻辑的零食板块，如盐津铺子抓住魔芋品类的红利期，叠加全渠道拓展，2025Q1实现收入25.7%的高增长。有友食品的脱骨鸭掌贡献一季度主要收入增量，山姆会员店的素食品类也已推出，预计全年有望持续高增。西麦食品的复合燕麦持续领跑，积极拥抱新零售渠道，一季度收入与利润均有较快增长。我们判断全年节奏应是前低后高，一季度可能是多数公司的业绩增速低点，后续多数公司业绩应是逐季向好。而零食板块全年仍可保持较高成长性，建议积极关注。

## 2、市场表现：食品饮料跑输大盘

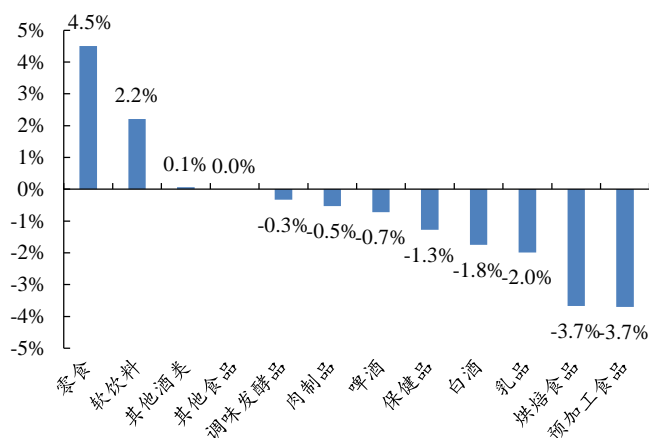
4月21日-4月25日，食品饮料指数跌幅为1.4%，一级子行业排名第28，跑输沪深300约1.7pct，子行业中零食(+4.5%)、软饮料(+2.2%)、其他酒类(+0.1%)表现相对领先。个股方面，有友食品、安记食品、ST通葡涨幅领先；ST春天、桂发祥、祖名股份跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅 1.4%，排名 28/28



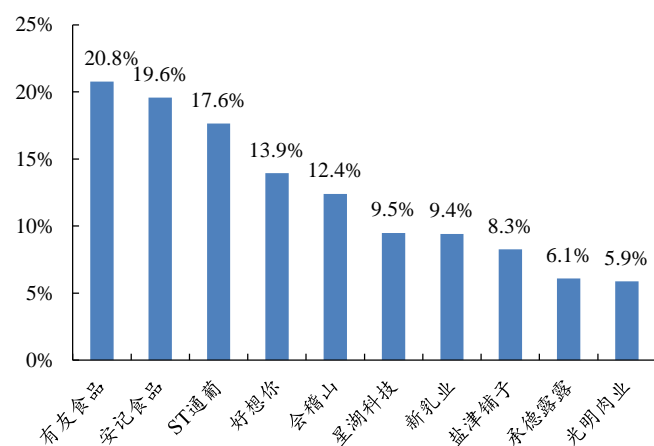
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：零食、软饮料、其他酒类表现相对领先



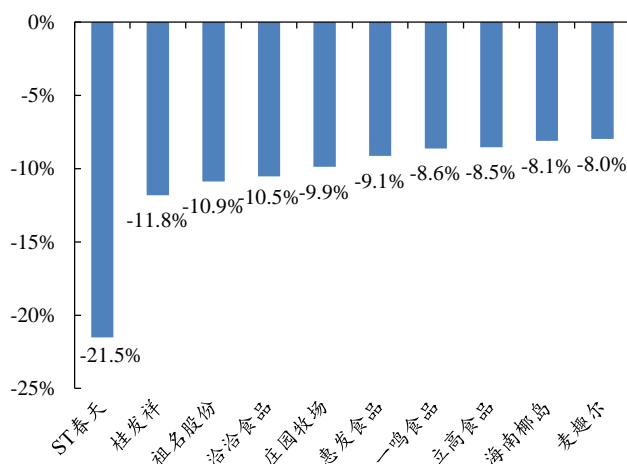
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：有友食品、安记食品、ST 通葡涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：ST 春天、桂发祥、祖名股份跌幅居前

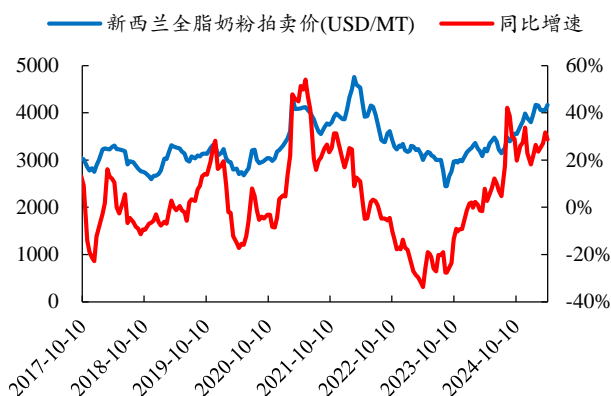


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、上游数据：部分上游原料价格回落

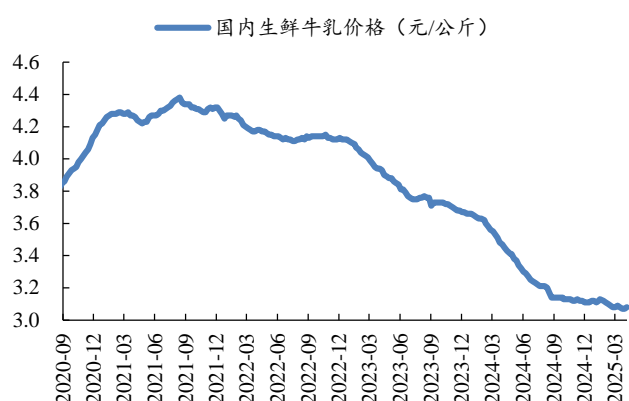
4月15日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 4171 美元/吨，环比+2.7%，同比+28.7%，奶价同比上升。4月17日，国内生鲜乳价格 3.1 元/公斤，环比+0.3%，同比-10.7%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

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

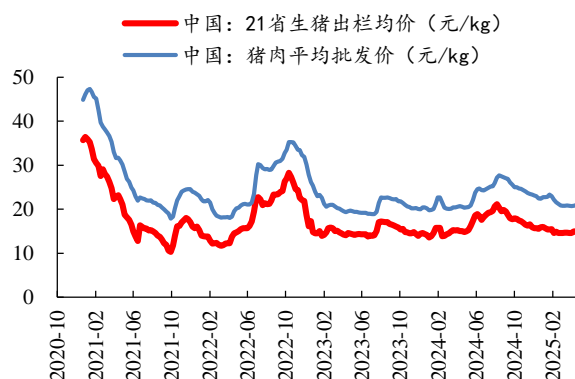
图6：2025 年 4 月 17 日生鲜乳价格同比-10.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

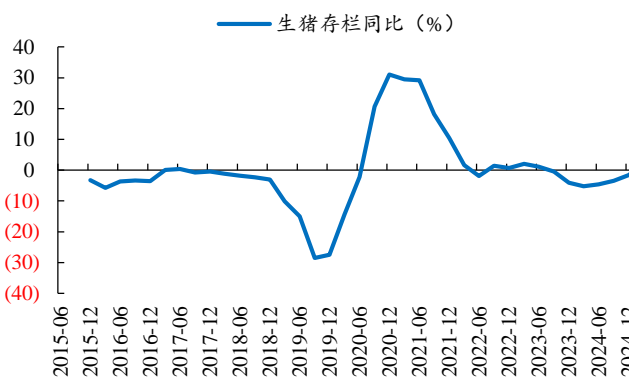
4 月 26 日，生猪出栏价格 14.9 元/公斤，同比-0.8%，环比持平；猪肉价格 20.9 元/公斤，同比+1.6%，环比+0.6%。2025 年 3 月，能繁母猪存栏 4039.0 万头，同比+1.2%，环比-1.0%。2025 年 3 月生猪存栏同比+2.2%。2025 年 4 月 19 日，白条鸡价格 17.3 元/公斤，同比-2.0%，环比-1.3%。

图7：2025 年 4 月 26 日猪肉价格同比+1.6%



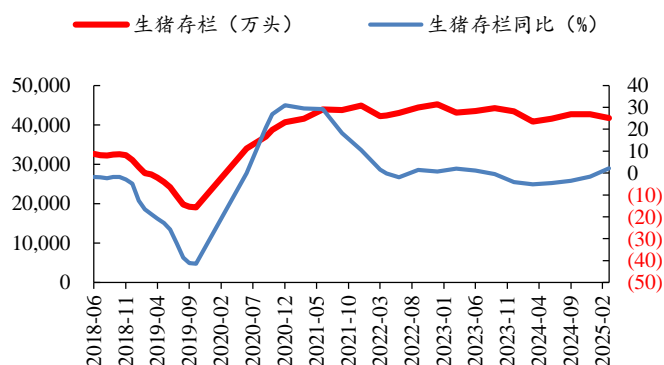
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025 年 3 月生猪存栏数量同比-1.6%



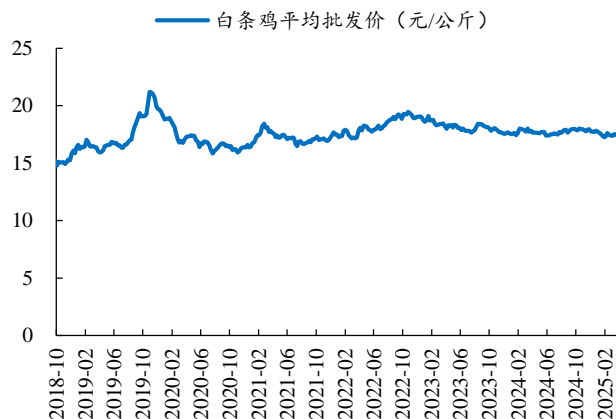
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025 年 3 月能繁母猪数量同比+1.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

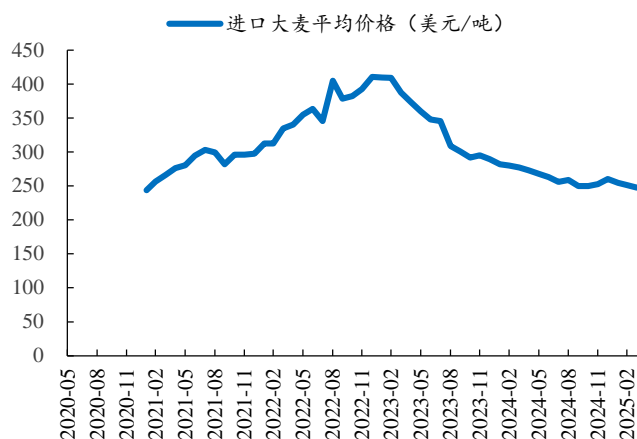
图10：2025 年 4 月 19 日白条鸡价格同比-2.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

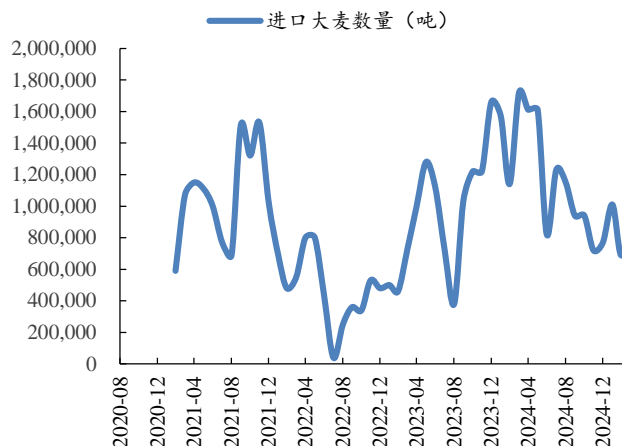
2025 年 3 月，进口大麦价格 247.7 美元/吨，同比-10.6%。2025 年 3 月进口大麦数量 85.0 万吨，同比-50.6%，进口大麦数量及平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

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

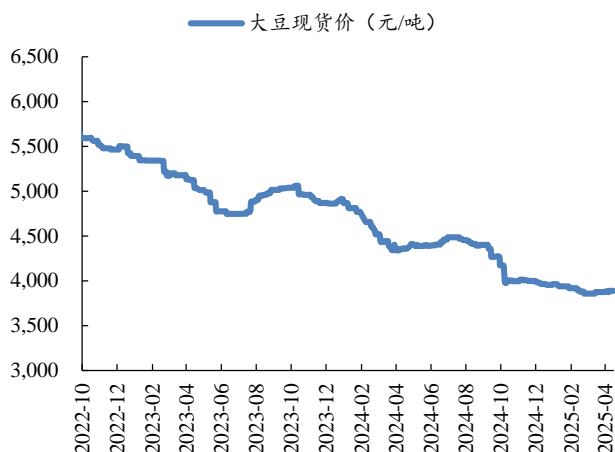
图12：2025 年 3 月进口大麦数量同比-50.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

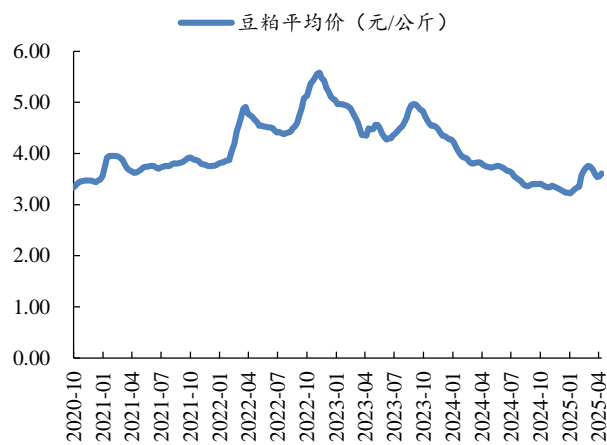
4 月 25 日，大豆现货价 3887.4 元/吨，同比-10.9%。4 月 17 日，豆粕平均价格 3.6 元/公斤，同比-3.7%。

图13：2025 年 4 月 25 日大豆现货价同比-10.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025 年 4 月 17 日豆粕平均价同比-3.7%

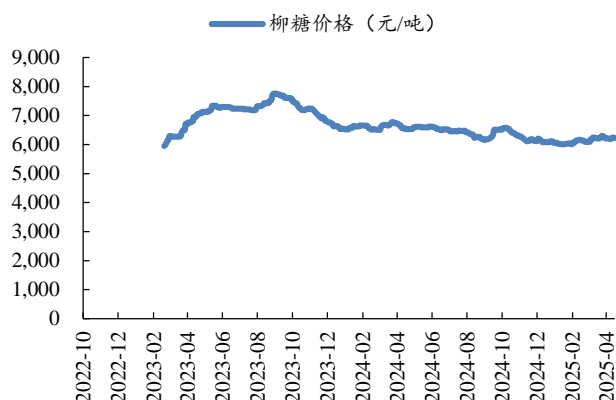


数据来源：Wind、开源证券研究所

4 月 25 日，柳糖价格 6230.0 元/吨，同比-4.6%；4 月 18 日，白砂糖零售价格 11.2 元/公斤，同比-0.2%。

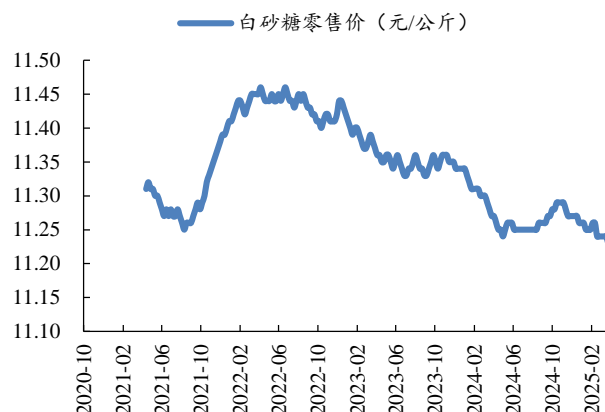


图15：2025 年 4 月 25 日柳糖价格同比-4.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025 年 4 月 18 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：五粮液将发布 17 个新品系列

3 月份进口葡萄酒均价大涨 52.16%。近日，海关总署公布 2025 年 3 月中国葡萄酒进口数据：进口总量约为 1449 万升，同比下降 36.42%；平均单价同比上涨 52.16%；进口总额约为 7566 万美元（折合人民币约 5.5 亿元），同比小幅下滑 3.25%（来源于微酒）。

贵州安酒推出两大战略新品。贵州安酒官方发布信息：两款战略新品——安酒 1978 和安酒 1988 上市。两款新品将作为贵州安酒未来几年核心主推产品，全面铺向核心市场。在市场定位上，安酒两款新品迎合白酒消费大众品质化、个性化需求，突出质价比与品牌价值传递（来源于糖酒快讯）。

五粮液将发布 17 个新品系列。4 月 28 日，五粮液将再度牵手中央广播电视总台，在北京举行 2025 年《礼仪中国》开机仪式暨五粮液新品发布会，并重磅发布 17 个新品系列。本次五粮液即将发布的新品，涵盖五粮液主品牌、五粮液浓香酒品牌，瞄准宴饮、礼赠、收藏、口粮酒等多个消费场景，将为消费者带来更丰富的选择（来源于酒说）。

## 5、备忘录：关注贵州茅台 4 月 30 日一季报披露

下周（4 月 21 日-4 月 27 日）有 31 家公司披露年度报告，61 家公司披露一季度报告，5 家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注贵州茅台 4 月 30 日一季报披露

	公司	业绩披露	股东会
2025/4/28	广弘控股	年报/一季报	
2025/4/28	泸州老窖	年报/一季报	
2025/4/28	古井贡酒	年报/一季报	
2025/4/28	海融科技	一季报报告	
2025/4/29	酒鬼酒	年报/一季报	

	公司	业绩披露	股东会
2025/4/29	兰州黄河	年报/一季报	
2025/4/29	皇台酒业	年报/一季报	
2025/4/29	青岛食品	一季度报告	
2025/4/29	洋河股份	年报/一季报	
2025/4/29	百润股份	年报/一季报	
2025/4/29	贝因美	年报/一季报	
2025/4/29	金达威	一季度报告	
2025/4/29	ST 加加	年报/一季报	
2025/4/29	克明食品	一季度报告	
2025/4/29	煌上煌	一季度报告	
2025/4/29	燕塘乳业		广州市天河区(14:45)
2025/4/29	桂发祥	一季度报告	
2025/4/29	劲仔食品	一季度报告	
2025/4/29	三只松鼠	一季度报告	
2025/4/29	品渥食品	一季度报告	
2025/4/29	万辰集团	一季度报告	
2025/4/29	立高食品	年报/一季报	
2025/4/29	光明肉业	一季度报告	
2025/4/29	伊力特	年报/一季报	
2025/4/29	金种子酒	年报/一季报	
2025/4/29	ST 春天	年度报告	
2025/4/29	天润乳业	一季度报告	
2025/4/29	三元股份	年报/一季报	
2025/4/29	交大昂立	年报/一季报	
2025/4/29	莫高股份	年报/一季报	
2025/4/29	青岛啤酒	一季度报告	
2025/4/29	舍得酒业		四川省射洪市(9:30)
2025/4/29	会稽山	一季度报告	
2025/4/29	广州酒家	一季度报告	
2025/4/29	迎驾贡酒	年报/一季报	
2025/4/29	海天味业	一季度报告	
2025/4/29	天味食品	一季度报告	
2025/4/29	安井食品	年报/一季报	
2025/4/29	口子窖	年报/一季报	
2025/4/29	安记食品	一季度报告	
2025/4/29	良品铺子	年报/一季报	
2025/4/29	来伊份	年报/一季报	
2025/4/29	威龙股份	年报/一季报	
2025/4/29	味知香	年报/一季报	
2025/4/29	李子园	年报/一季报	
2025/4/29	南侨食品	一季度报告	
2025/4/29	春雪食品	年报/一季报	
2025/4/30	西王食品		山东省邹平市(14:00)



	公司	业绩披露	股东会
2025/4/30	黑芝麻	一季度报告	
2025/4/30	双汇发展	一季度报告	
2025/4/30	皇氏集团	一季度报告	
2025/4/30	得利斯	一季度报告	
2025/4/30	金达威		福建省厦门市(14:30)
2025/4/30	燕塘乳业	一季度报告	
2025/4/30	华统股份	一季度报告	
2025/4/30	中信尼雅	一季度报告	
2025/4/30	重庆啤酒	一季度报告	
2025/4/30	莲花控股	年报/一季报	
2025/4/30	海南椰岛	年报/一季报	
2025/4/30	安琪酵母		湖北省宜昌市(14:00)
2025/4/30	恒顺醋业	一季度报告	
2025/4/30	ST 春天	一季度报告	
2025/4/30	贵州茅台	一季度报告	
2025/4/30	光明乳业	一季度报告	
2025/4/30	光明乳业	年度报告	
2025/4/30	*ST 岩石	一季度报告	
2025/4/30	水井坊	年报/一季报	
2025/4/30	山西汾酒	年报/一季报	
2025/4/30	中炬高新	一季度报告	
2025/4/30	伊利股份	年报/一季报	
2025/4/30	五芳斋	一季度报告	
2025/4/30	今世缘	年报/一季报	
2025/4/30	惠发食品	一季度报告	
2025/4/30	一鸣食品	年报/一季报	
2025/4/30	均瑶健康	年报/一季报	

资料来源：Wind、开源证券研究所

**表2：关注 4 月 20 日发布的行业周报**

报告类型	报告名称	时间
行业周报	社零数据转暖，政策预期升温	4 月 20 日
公司点评	甘源食品：短期费用投入改革，展望出海空间广阔	4 月 23 日
公司点评	万辰集团：规模效应释能，门店量质双升	4 月 23 日
公司点评	盐津铺子：魔芋品类空间广阔，渠道扩容持续增长	4 月 24 日
行业点评	2025Q1 食品饮料仓位持续回落，白酒集中持仓	4 月 24 日
公司点评	洽洽食品：2025Q1 收入略有下滑，成本上涨致盈利承压	4 月 25 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	1550.0	68.64	76.10	84.27	22.6	20.4	18.4
五粮液	买入	129.1	8.72	9.70	10.65	14.8	13.3	12.1
泸州老窖	买入	125.4	11.18	13.60	16.28	11.2	9.2	7.7
洋河股份	增持	72.4	6.79	6.99	7.36	10.7	10.4	9.8
山西汾酒	买入	211.2	10.52	12.35	14.69	20.1	17.1	14.4
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	167.1	11.16	13.94	17.51	15.0	12.0	9.5
金徽酒	增持	19.5	0.77	0.86	0.98	25.4	22.6	19.9
伊利股份	买入	29.0	1.83	1.82	1.98	15.8	15.9	14.6
新乳业	增持	17.6	0.64	0.75	0.89	27.5	23.4	19.7
双汇发展	增持	26.8	1.44	1.51	1.59	18.6	17.7	16.8
中炬高新	增持	20.5	1.14	1.21	1.30	18.0	17.0	15.8
涪陵榨菜	增持	13.5	0.69	0.77	0.83	19.6	17.6	16.3
海天味业	买入	42.0	1.14	1.28	1.44	36.8	32.8	29.2
恒顺醋业	增持	8.0	0.13	0.15	0.19	61.5	53.3	42.1
西麦食品	增持	18.6	0.59	0.81	0.99	31.5	23.0	18.8
嘉必优	买入	25.2	0.74	0.92	1.08	34.0	27.4	23.3
绝味食品	增持	16.8	0.37	1.04	1.11	45.4	16.2	15.1
煌上煌	增持	10.0	0.07	0.14	0.19	142.9	71.4	52.6
广州酒家	增持	16.3	0.87	1.00	1.12	18.7	16.3	14.5
甘源食品	买入	74.5	4.04	4.80	5.78	18.4	15.5	12.9
劲仔食品	增持	13.5	0.65	0.76	0.93	20.9	17.8	14.5
天味食品	增持	13.8	0.59	0.68	0.77	23.5	20.4	18.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 4 月 25 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