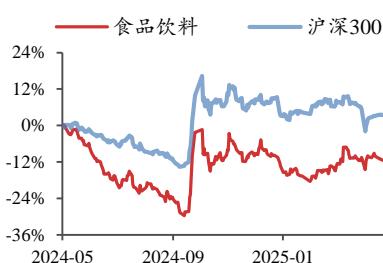


食品饮料

2025年05月05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

《基金持仓更加集中，零食板块表现较好—行业周报》-2025.4.27

《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

一季报白酒稳健增长，零食新品红利表现突出

——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：一季报承压基调下的环比改善

4月28日-5月2日，食品饮料指数跌幅为0.5%，一级子行业排名第13，跑输沪深300约0.1pct，子行业中其他酒类(+2.2%)、乳品(+1.4%)、零食(+1.4%)表现相对领先。上市公司一季报已经全部披露，2025Q1食品饮料板块营收同比增4.6%，增速较2024Q4(6.6%)略有回落；利润同比增长0.3%，增速较2024Q4(-13.0%)有较大改善。其中白酒一季度收入增速(1.7%)较2024Q4(1.2%)略有回升，春节期间白酒消费仍保持一定韧性。我们观测到一季度白酒企业中营收普遍低速增长已在市场预期内，部分次高端酒企营收、利润下滑。一方面在于2024Q4酒企均给渠道减负，弱化对于回款完成率的要求，减少市场投放量以促使渠道秩序向良性发展；另一方面一季度面临同期春节旺销的高基数效应。白酒业绩分化也延续此前特点，高端白酒与地产酒龙头业绩相对平稳；次高端白酒(除山西汾酒外)有较大幅度下滑，仍在出清过程中。从春节期间白酒需求、节后批价变化等角度我们认为白酒已经处于底部区间，一是商务需求有边际回暖趋势；二是酒企目标务实，收缩供给增速以降低渠道压力；三是预判后续酒企业绩增速大概率逐季上行。库存去化以及价盘修复是后续观察重要指标。中长期看随着促经济政策落地，居民收入和消费意愿有望跟随改善，白酒消费预计渐进式回暖。大众品从一季报业绩来看，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。此外一季报还体现了两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，但部分二线品牌出现收入降速的情况，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；另一方面大众消费表现出较强的韧性，东鹏饮料业绩表现突出、多数零食公司表现较好。一季度具备单品逻辑的企业表现较好，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20%+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2025年多数行业应处于回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

● 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：一季报承压基调下的环比改善.....	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：茅台文旅 2025 端午礼盒开启预售	7
5、备忘录：关注 5 月 9 日安琪酵母限售股解禁.....	7
6、风险提示	9

图表目录

图 1：食品饮料跌幅 0.5%，排名 13/28.....	4
图 2：其他酒类、乳品、零食表现相对领先.....	4
图 3：ST 加加、立高食品、百润股份涨幅领先.....	4
图 4：天味食品、海南椰岛、有友食品跌幅居前.....	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 24 日生鲜乳价格同比-10.5%.....	5
图 7：2025 年 5 月 3 日猪肉价格同比+1.8%.....	5
图 8：2025 年 3 月生猪存栏数量同比+2.2%.....	5
图 9：2025 年 3 月能繁母猪数量同比+1.2%.....	5
图 10：2025 年 4 月 26 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 30 日大豆现货价同比-10.3%.....	6
图 14：2025 年 4 月 24 日豆粕平均价同比-1.1%.....	6
图 15：2025 年 4 月 30 日柳糖价格同比-4.1%.....	7
图 16：2025 年 4 月 25 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 5 月 9 日安琪酵母限售股解禁	7
表 2：关注 4 月 27 日发布的行业周报	8
表 3：重点公司盈利预测及估值	9

1、每周观点：一季报承压基调下的环比改善

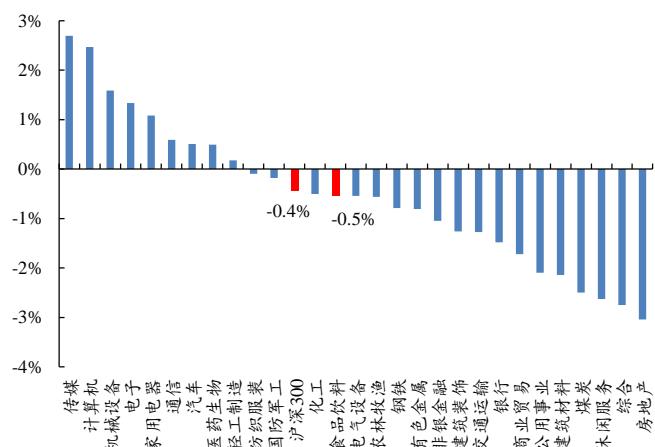
4月28日-5月2日，食品饮料指数跌幅为0.5%，一级子行业排名第13，跑输沪深300约0.1pct，子行业中其他酒类(+2.2%)、乳品(+1.4%)、零食(+1.4%)表现相对领先。个股方面，ST加加、立高食品、百润股份涨幅领先；天味食品、海南椰岛、有友食品跌幅居前。上市公司一季报已经全部披露，整体来看2025Q1食品饮料板块营收同比增4.6%，增速较2024Q4(6.6%)略有回落；利润同比增长0.3%，增速较2024Q4(-13.0%)有较大改善。其中白酒一季度收入增速(1.7%)较2024Q4(1.2%)略有回升，春节期间白酒消费仍保持一定韧性。我们观测到一季度白酒企业中营收普遍低速增长已在市场预期范围内，部分次高端酒企营收、利润下滑。一方面在于2024Q4酒企均给渠道减负，弱化对于回款完成率的要求，通过减少市场投放量的方式来促使渠道秩序向良性发展；另一方面一季度面临同期春节旺销的高基数效应。白酒的业绩分化也延续此前特点，高端白酒与地产酒龙头业绩相对平稳；次高端白酒（除山西汾酒外）有较大幅度下滑，仍在出清过程中。从春节期间白酒需求、节后批价变化等角度我们认为白酒已经处于底部区间，一是商务需求有边际回暖趋势；二是酒企目标务实，收缩供给增速以降低渠道压力；三是预判后续酒企业绩增速大概率逐季上行。库存去化以及价盘修复是后续观察重要指标。随着促经济政策落地，中长期来看宏观经济环境将呈现改善趋势，居民收入和消费意愿有望跟随改善，白酒消费预计渐进式回暖。

大众品从一季报业绩来看，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。此外一季报还体现了两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，但部分二线品牌出现收入降速的情况，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；另一方面大众消费表现出较强的韧性，东鹏饮料业绩表现突出、多数零食公司表现较好。一季度具备单品逻辑的企业表现较好，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20%+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2025年多数行业应处于回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

2、市场表现：食品饮料跑输大盘

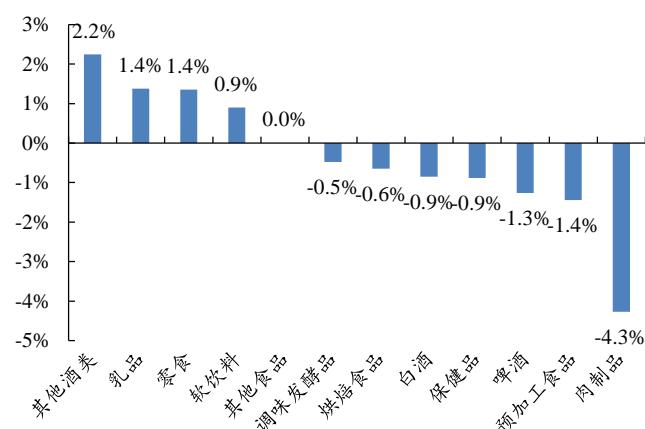
4月28日-5月2日，食品饮料指数跌幅为0.5%，一级子行业排名第13，跑输沪深300约0.1pct，子行业中其他酒类(+2.2%)、乳品(+1.4%)、零食(+1.4%)表现相对领先。个股方面，ST加加、立高食品、百润股份涨幅领先；天味食品、海南椰岛、有友食品跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅0.5%，排名13/28



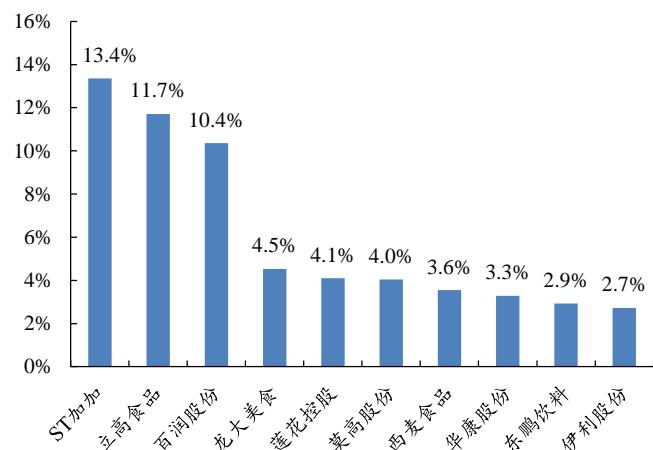
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：其他酒类、乳品、零食表现相对领先



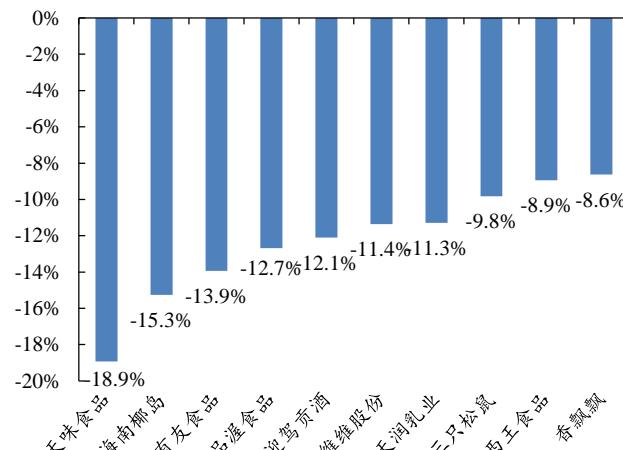
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：ST加加、立高食品、百润股份涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：天味食品、海南椰岛、有友食品跌幅居前



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

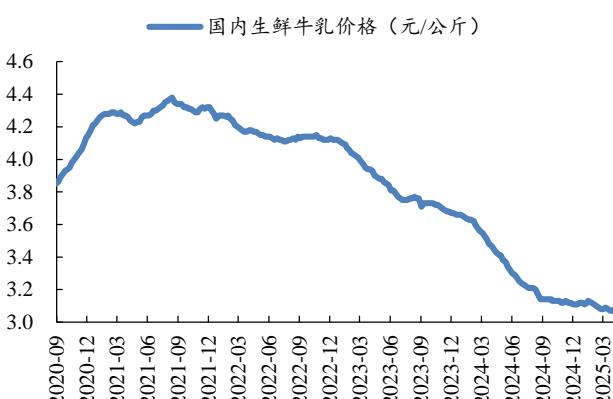
4月15日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价4171美元/吨，环比+2.7%，同比+28.7%，奶价同比上升。4月24日，国内生鲜乳价格3.1元/公斤，环比-0.3%，同比-10.5%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

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

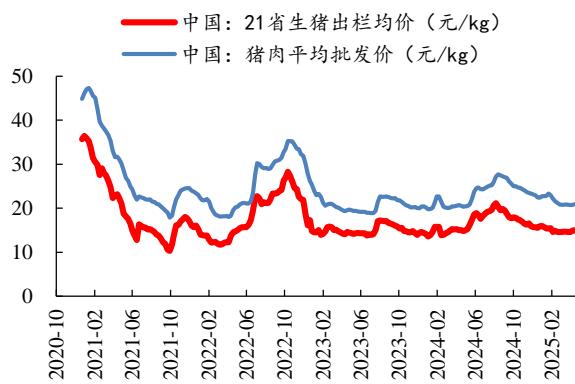
图6：2025年4月24日生鲜乳价格同比-10.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

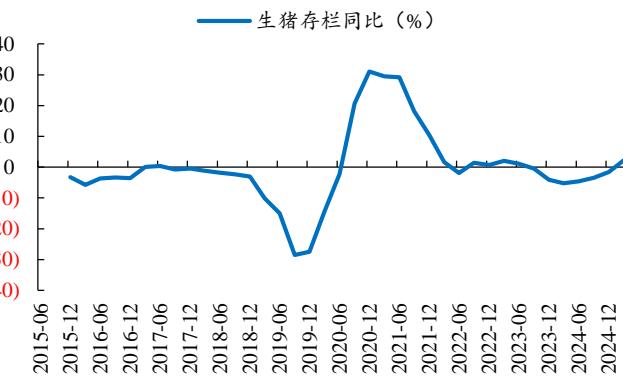
5月3日，生猪出栏价格14.7元/公斤，同比-0.5%，环比-1.4%；猪肉价格20.7元/公斤，同比+1.8%，环比-0.9%。2025年3月，能繁母猪存栏4039.0万头，同比+1.2%，环比-1.0%。2025年3月生猪存栏同比+2.2%。2025年4月26日，白条鸡价格17.3元/公斤，同比-2.0%，环比-0.2%。

图7：2025年5月3日猪肉价格同比+1.8%



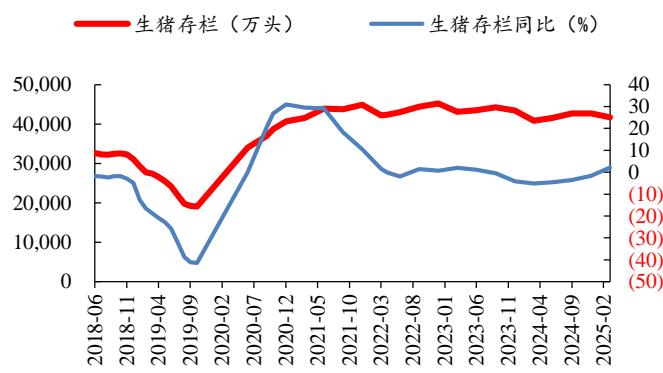
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025年3月生猪存栏数量同比+2.2%



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

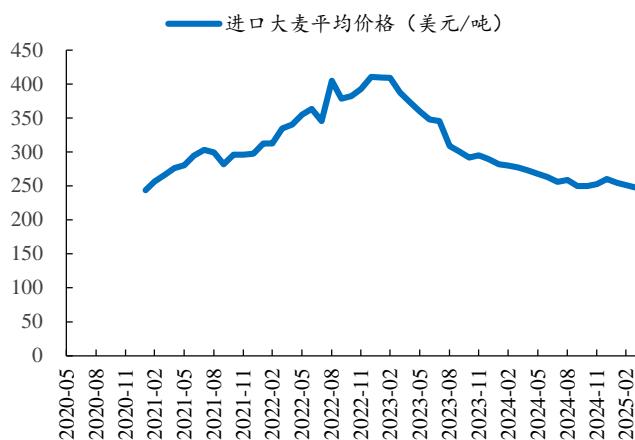
图10：2025年4月26日白条鸡价格同比-2.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

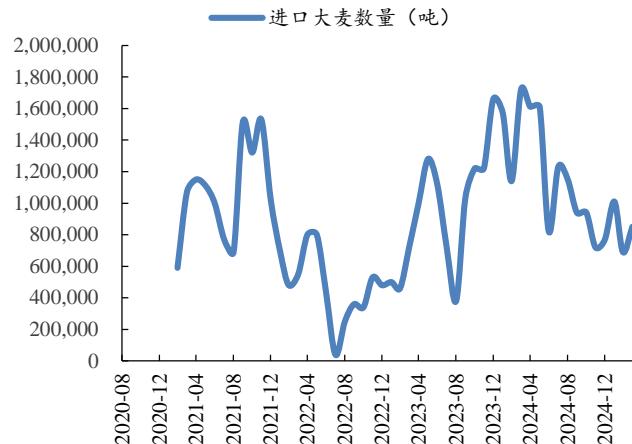
2025年3月，进口大麦价格247.7美元/吨，同比-10.6%。2025年3月进口大麦数量85.0万吨，同比-50.6%，进口大麦数量及平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

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

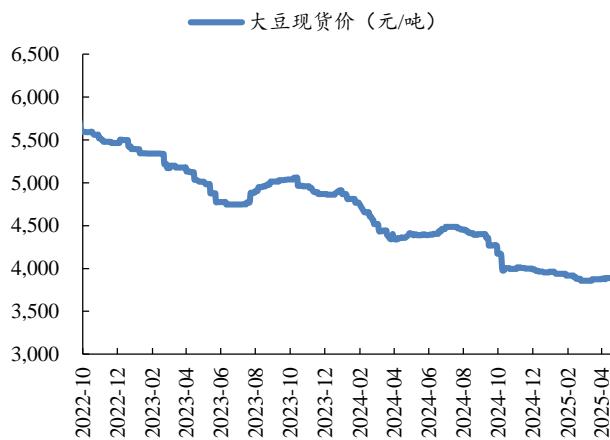
图12：2025年3月进口大麦数量同比-50.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4月30日，大豆现货价3908.4元/吨，同比-10.3%。4月24日，豆粕平均价格3.7元/公斤，同比-1.1%。

图13：2025年4月30日大豆现货价同比-10.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025年4月24日豆粕平均价同比-1.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

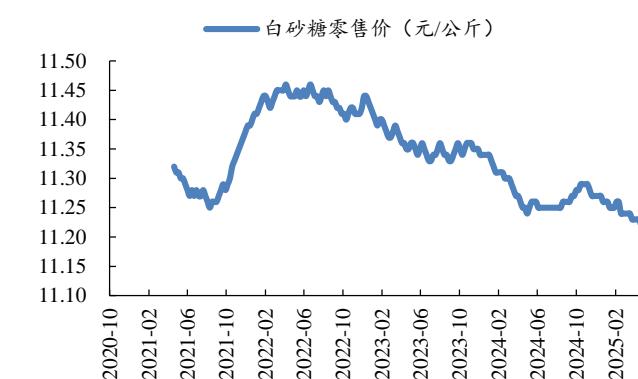
4月30日，柳糖价格6260.0元/吨，同比-4.1%；4月25日，白砂糖零售价格11.2元/公斤，同比-0.2%。

图15：2025年4月30日柳糖价格同比-4.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年4月25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：茅台文旅 2025 端午礼盒开启预售

茅台文旅 2025 端午礼盒开启预售。近日，茅台文旅“2025 传统中国节·茅台端午安康季”套盒已在相关平台开启预售。据悉，该礼盒包括竹韵端午茶叶筒（含茶筒和茶勺）、普洱茶(生茶)紧压茶（8g*10 包）、200ml 贵州茅台酒(酱香型白酒)2 瓶，茅台文旅 2025 端午礼盒标价 2999 元，预估到手价 2699 元，限量 22600 套（来源于微酒）。

青岛啤酒金奖白啤再出新。4 月 26 日，青岛啤酒「醉樱浮白樱花味白啤」在品牌代言人杨洋的见证下携香上市。樱花白啤的诞生，源自于青岛白啤对春日的极致捕捉。用金奖白啤为基酒，增加了浪漫的樱花风格，呈现淡淡的樱花色泽与淡雅口感，延续春日浪漫，是青岛白啤对生活美学的具体表达。青岛啤酒白啤生活家营地开营仪式也同日启动（来源于糖酒快讯）。

张桂波已任金种子酒营销中心总经理。酒业家从金种子官方微信号获悉，近期，张桂波已担任安徽金种子酒业股份有限公司营销中心总经理。酒业家了解到，华润于 2022 年入驻金种子酒业之后，该岗位由安徽金种子酒业股份有限公司副总经理何武勇兼任，后由安徽金种子酒业股份有限公司党委书记、总经理何秀侠兼任。张桂波是华润入驻金种子酒以来该岗位的首位非华润系高管（来源于酒业家）。

5、备忘录：关注 5 月 9 日安琪酵母限售股解禁

下周（5 月 5 日-5 月 11 日）有 16 家公司召开股东大会，1 家公司限售解禁。

表1：最近重大事件备忘录：关注 5 月 9 日安琪酵母限售股解禁

公司	股东会	限售解禁
2025/5/6 煌上煌	江西省南昌县 (14:30)	
2025/5/7 中炬高新	广东省中山市 (14:30)	
2025/5/8 仙乐健康	广东省汕头市 (14:30)	
2025/5/8 五芳斋	浙江省嘉兴市 (14:30)	
2025/5/8 阳光乳业	新疆昌吉市 (16:00)	

	公司	股东会	限售解禁
2025/5/8	紫燕食品	江西省南昌市(11:30)	
2025/5/8	桂发祥	天津市河西区(14:00)	
2025/5/9	安琪酵母		解禁 265.46 万股
2025/5/9	仲景食品	河南省西峡县(15:30)	
2025/5/9	绝味食品	湖南省长沙市(15:00)	
2025/5/9	维维股份	江苏省徐州市(14:00)	
2025/5/9	海天味业	广东省佛山市(14:00)	
2025/5/9	万辰集团	广东省佛山市(14:00)	
2025/5/9	熊猫乳品	浙江省温州市(15:00)	
2025/5/9	康比特	北京市昌平区(14:00)	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 4月 27 日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业周报	基金持仓更加集中，零食板块表现较好	4月 27 日
公司点评	有友食品：营收保持高增趋势，产品和渠道增长势能强劲	4月 28 日
公司点评	欢乐家：主业销售仍待改善，零食量贩渠道成效明显	4月 28 日
公司点评	涪陵榨菜：公司拟收购味滋美 51% 股权，布局复调预制菜赛道	4月 28 日
公司点评	西麦食品：2024 年收入稳步增长，2025 年利润弹性有望释放	4月 28 日
公司点评	安琪酵母：2025Q1 稳健起步，成本下降、弹性可期	4月 29 日
公司点评	新乳业：2025Q1 利润超预期，结构优化持续提升盈利能力	4月 29 日
公司点评	广州酒家：2025Q1 公司业绩承压，期待消费环境好转	4月 30 日
公司点评	天味食品：收入利润短期承压，期待并购协同效应释放	4月 30 日
公司点评	海天味业：龙头优势凸显，利润略超预期	4月 30 日
公司点评	万辰集团：收入延续高增，利润释放亮眼	4月 30 日
公司点评	劲仔食品：收入增长稳健，利润相对承压	4月 30 日
公司点评	龙大美食：扭亏为盈，努力改善	5月 1 日
公司点评	中炬高新：改革持续推进，收入利润短期承压	5月 1 日
公司点评	嘉必优：一季度高增，二季度仍乐观	5月 1 日
公司点评	青岛啤酒：修复销量优先，待旺季催化	5月 1 日
公司点评	立高食品：冷冻烘焙恢复增长，奶油继续发力	5月 1 日
公司点评	重庆啤酒：逐步企稳、需求筑底，底部仍有支撑	5月 1 日
公司点评	古井贡酒：2024 年成绩优异，2025 年开局良好	5月 2 日
公司点评	百润股份：预调酒目标企稳增长，威士忌业务推进顺利	5月 2 日
公司点评	山西汾酒：业绩符合预期，控制节奏稳健发展	5月 2 日
公司点评	五粮液：开局状态良好，渠道酝酿积极变化	5月 2 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	1547.0	68.64	76.10	84.27	22.5	20.3	18.4
五粮液	买入	128.7	8.21	8.46	8.99	15.7	15.2	14.3
泸州老窖	买入	123.7	11.18	13.60	16.28	11.1	9.1	7.6
洋河股份	增持	68.6	6.79	6.99	7.36	10.1	9.8	9.3
山西汾酒	买入	204.1	10.04	11.03	12.03	20.3	18.5	17.0
口子窖	增持	35.6	3.18	3.47	3.79	11.2	10.3	9.4
古井贡酒	增持	164.4	10.44	11.14	12.49	15.7	14.8	13.2
金徽酒	增持	19.2	0.77	0.86	0.98	25.1	22.3	19.6
伊利股份	买入	29.8	1.83	1.82	1.98	16.3	16.4	15.0
新乳业	增持	16.7	0.62	0.78	0.92	26.9	21.4	18.1
双汇发展	增持	25.0	1.44	1.51	1.59	17.3	16.5	15.7
中炬高新	增持	19.3	1.14	1.18	1.26	16.9	16.3	15.3
涪陵榨菜	增持	13.1	0.69	0.77	0.83	19.0	17.0	15.8
海天味业	买入	41.9	1.14	1.28	1.44	36.8	32.8	29.1
恒顺醋业	增持	7.9	0.13	0.15	0.19	60.6	52.5	41.5
西麦食品	增持	19.3	0.59	0.81	1.00	32.6	23.8	19.3
嘉必优	买入	24.7	0.74	0.96	1.13	33.4	25.7	21.9
绝味食品	增持	15.9	0.37	1.04	1.11	42.8	15.2	14.3
煌上煌	增持	10.2	0.07	0.14	0.19	145.3	72.6	53.5
广州酒家	增持	15.5	0.87	1.00	1.12	17.9	15.6	13.9
甘源食品	买入	69.9	4.04	4.80	5.78	17.3	14.6	12.1
劲仔食品	增持	12.9	0.65	0.75	0.92	20.0	17.2	14.0
天味食品	增持	11.2	0.59	0.65	0.73	19.0	17.3	15.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2025年4月30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