

# 农产品品牌化标杆，多品类潜力彰显

## 核心观点

十月稻田是国内领先且增长迅速的家庭食品公司，拥有十月稻田、柴火大院等广泛知名度的品牌，在大米和玉米保持销量领先。公司以大米业务和线上渠道起家，逐步拓展其他品类和线下渠道，24 年成功打造抖音爆款玉米，品类逻辑打开，不再单一依靠大米，顺应消费趋势变化，向休闲化食品进军，推出更多即食产品，如水果玉米粒、即食玉米段等，同时公司在山姆、胖东来等线下渠道持续扩张，增长势能强劲。公司品牌力具备溢价，并非传统基础农产品公司，盈利能力超过头部乳制品公司。

## 事件

公司发布 2025 年中报

公司上半年收入 30.6 亿，同增 16.9%，经调利润 2.94 亿元，同增 97.7%。

## 简评

大米收入再提速，多品类潜力彰显

分产品，大米上半年收入 20.7 亿元，同增 21.0%，山姆等线下渠道高增长，上半年毛利率 21.08%，同比提升 8.7pcts，主要系原粮采购价下降+中高端大米占比提升。

玉米上半年收入 4.3 亿，同比下滑 15.8%，主要系公司调整抖音费用投放策略，提升盈利能力，上半年毛利率 36.2%，同比提升 2.9pcts。

杂粮豆类及其他收入 2.74 亿元，同增 29.3%；干散货及其他产品收入 2.9 亿元，同增 54.8%；主要系公司拓展新品，糙米饭团、欧芹大蒜盐等产品表现亮眼，多品类运营经验不断积累，平台化潜力逐步彰显。

成本红利叠加产品结构升级，盈利能力大幅提升

公司上半年毛利率 21.8%，同比提升 4.8pcts，销售/管理费用率分别为 10.0%/2.3%，同比+0.82/-0.49pcts，主要系公司线上自营店铺数量大幅增加，运营费用有所增加，同时商圈地面广告费用支出增加，费用率整体可控。公司上半年经调利润率 9.61%，同比提升 3.93pcts，盈利能力大幅提升，公允价值损失主要系持股上市公司股价下跌。

## 十月稻田 (9676.HK)

### 首次评级

### 买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

010-56135266

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

高畅

gaochang@csc.com.cn

010-56135269

SAC 编号:S1440525070010

发布日期： 2025 年 08 月 29 日

当前股价： 9.91 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月                   | 3 个月        | 12 个月         |
|------------------------|-------------|---------------|
| 13.65/15.18            | 60.10/53.18 | -41.43/-81.29 |
| 12 月最高/最低价 (港元)        |             | 17.00/4.91    |
| 总股本 (万股)               |             | 106,815.32    |
| 流通 H 股 (万股)            |             | 106,815.32    |
| 总市值 (亿港元)              |             | 105.85        |
| 流通市值 (亿港元)             |             | 105.85        |
| 近 3 月日均成交量 (万)         |             | 1554.05       |
| 主要股东                   |             |               |
| 沈阳十月稻田企业管理咨询合伙企业(有限合伙) |             | 36.14%        |

### 股价表现



### 相关研究报告

### 农产品品牌化标杆，品类扩张空间打开

公司坚持以“为中国消费者提供健康、优质、安全的家庭食品”为使命，致力于为客户提供预包装优质大米、玉米、杂粮、豆类及干货产品。通过保持全渠道销售覆盖，我们致力于为客户提供来自中国著名农业产区的多元化品类产品，通过提升服务质量和运营效率，深入大米、玉米、杂粮、豆类及其他产品的精选产区，专注在优质原产地布局打造采购、生产、检验、仓储等核心能力，目标“打造中国有价值、有影响力的食品品牌”。公司 24 年成功在抖音打造爆款玉米，随后将玉米生产由代工转为自产，25 年上半年正在广西南宁建立水果玉米生产基地，预计 2025 年下半年完工投入生产，逐步摸索跨品类爆品打法，平台化潜力彰显，品类拓张空间打开。

**盈利预测与投资建议：**收入端，公司大米主业增长提速，线下拓展逐步推进，跨品类增长路径打开。

- 1) 大米：公司持续调整策略深耕渠道，山姆、胖东来等高势能渠道逐步推进，且随着品牌影响力提升，多渠道中高端大米销量增加，稻香米占大米收入比重上升，大米主业增长稳健。我们预计大米系列 2025-2027 年收入增长分别为+17%/+13%/+10%。
- 2) 玉米：公司 24 年在抖音渠道打造爆款玉米出圈，24 年抖音渠道占玉米比重较高，25H1 公司调整抖音费用投放策略，多渠道均衡发展，提升盈利能力，短期收入相对承压，后续公司通过丰富更多玉米产品，持续推动玉米品类增长。我们预计玉米系列 2025-2027 年收入增长分别为+10%/+30%/25%。
- 3) 杂粮豆类及其他：公司扩品类逻辑打开，持续开发新产品，丰富产品矩阵，25 年上半年实现高增长，未来具备可持续性。我们预计杂粮豆类及其他系列 2025-2027 年收入增长分别为+30%/+30%/30%。
- 4) 干散货及其他：公司拓展干散货产品矩阵及销售网络，25 年上半年重回高增长。我们预计干散货及其他系列 2025-2027 年收入增长分别为+50%/+30%/25%。

图表1：公司主要产品收入情况及预测

| 单位：亿元            | 2023A  | 2024A   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>总收入</b>       | 48.7   | 57.5    | 68.7   | 81.4   | 94.1   |
| yoy              | 7.37%  | 18.05%  | 19.63% | 18.38% | 15.70% |
| <b>大米</b>        | 38.3   | 40.1    | 47.0   | 53.1   | 58.4   |
| yoy              | 5.76%  | 4.81%   | 17.00% | 13.00% | 10.00% |
| 占比               | 78.70% | 69.87%  | 68.34% | 65.23% | 62.01% |
| <b>玉米</b>        | 1.3    | 8.2     | 9.0    | 11.7   | 14.6   |
| yoy              |        | 523.17% | 10.00% | 30.00% | 25.00% |
| 占比               | 2.69%  | 14.19%  | 13.05% | 14.33% | 15.48% |
| <b>杂粮豆类及其他产品</b> | 4.7    | 4.7     | 6.1    | 7.9    | 10.3   |
| yoy              |        | -0.25%  | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 占比               | 9.67%  | 8.17%   | 8.88%  | 9.75%  | 10.96% |
| <b>干散货及其他</b>    | 4.4    | 4.5     | 6.7    | 8.7    | 10.9   |
| yoy              | 12.19% | 2.53%   | 50.00% | 30.00% | 25.00% |
| 占比               | 8.94%  | 7.77%   | 9.74%  | 10.69% | 11.55% |

资料来源：公司公告，中信建投

我们预计公司 2025/2026/2027 年收入分别为 68.73/81.37/94.14 亿元，同比增长 19.63%/18.38%/15.70%，净

利润分别为 6.23/7.58/9.23 亿，同比增长 204.8%/21.7%/21.7%，给予“买入”评级。

大米业务占公司总收入比重超过 60%，是公司占比最大的业务板块，2023-2024 年受大米原材料成本波动以及渠道调整影响，公司大米增速有所波动，未来大米收入增长会对公司整体业绩产生较大影响。我们预计公司 2025-2027 年大米营收增速分别为+17%/+13%/+10%，对应公司总营收分别为 69/81/94 亿元。我们定量假设了 2025-2027 年大米收入增速不及预期的情况，并测算从小幅低于预期到极端情况下对公司总收入的影响。

**图表2： 营业总收入与公司大米增速的敏感性分析**

|        | 大米增速预计 |       |       | 营业总收入（亿元） |       |       |
|--------|--------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|        | 2025E  | 2026E | 2027E | 2025E     | 2026E | 2027E |
| 预期值    | 17%    | 13%   | 10%   | 69        | 81    | 94    |
| 小幅低于预期 | 15%    | 11%   | 7%    | 68        | 80    | 91    |
| 大幅低于预期 | 12%    | 5%    | 0%    | 67        | 76    | 83    |
| 极端情况   | 10%    | 0%    | -5%   | 66        | 72    | 78    |

资料来源：公司公告，中信建投

#### 风险提示：

- 1、行业竞争加剧。大米行业竞争格局较分散，竞争对手可能会推出相类似的新品抢占市场份额，资本入场对新兴品牌进行扶持，行业掀起更激烈的竞争，从而引起更大的促销力度。
- 2、市场拓展不及预期。公司渠道网点在做进一步铺设和下沉时候，可能面临竞争对手在地方渠道内的抵制或消费群体不匹配情况，影响公司拓展效率。
- 3、原材料价格上涨。原材料属于基础农产品，未来的价格走势具备不确定性，若原材料价格不降反增，则公司重新面临成本压力。

#### 重要财务指标

|             | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 4,867 | 5,745 | 6,873 | 8,137 | 9,414 |
| 增长率(%)      | 7.37  | 18.05 | 19.63 | 18.38 | 15.70 |
| 净利润(百万元)    | -65   | 204   | 623   | 758   | 923   |
| 增长率(%)      | 88.5  | 415.1 | 204.8 | 21.7  | 21.7  |
| EPS(元/股，摊薄) | -0.06 | 0.19  | 0.58  | 0.71  | 0.86  |
| P/E(倍)      | -149  | 47    | 16    | 13    | 10    |

资料来源：公司公告，中信建投

## 报表预测

资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A           | 2024A           | 2025E            | 2026E           | 2027E            |
|----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>3,567.24</b> | <b>2,682.86</b> | <b>11,074.93</b> | <b>20,168.1</b> | <b>29,993.17</b> |
| 现金             | 1,457.22        | 712.97          | 8,456.70         | 17,057.6        | 26,399.53        |
| 应收票据及应收账款合     | 335.16          | 386.21          | 521.91           | 617.86          | 714.88           |
| 其他应收款          | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00            | 0.00             |
| 预付账款           | 44.06           | 141.21          | 110.08           | 130.32          | 150.79           |
| 存货             | 1,604.83        | 1,360.17        | 1,851.65         | 2,203.05        | 2,543.63         |
| 其他流动资产         | 125.97          | 82.29           | 134.58           | 159.32          | 184.34           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>1,167.57</b> | <b>1,930.96</b> | <b>2,648.11</b>  | <b>3,208.59</b> | <b>3,151.57</b>  |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00            | 0.00             |
| 固定资产           | 957.87          | 1,050.10        | 1,307.25         | 1,907.73        | 2,140.72         |
| 无形资产           | 189.22          | 240.03          | 200.02           | 160.02          | 120.01           |
| 其他非流动资产        | 20.49           | 640.84          | 1,140.84         | 1,140.84        | 890.84           |
| <b>资产总计</b>    | <b>4,734.81</b> | <b>4,613.82</b> | <b>13,723.04</b> | <b>23,376.7</b> | <b>33,144.74</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,285.47</b> | <b>980.30</b>   | <b>420.36</b>    | <b>499.01</b>   | <b>576.60</b>    |
| 短期借款           | 1,011.07        | 645.48          | 0.00             | 0.00            | 0.00             |
| 应付票据及应付账款合     | 137.57          | 152.68          | 198.25           | 235.87          | 272.33           |
| 其他流动负债         | 136.84          | 182.15          | 222.12           | 263.14          | 304.27           |
| <b>非流动负债</b>   | <b>65.83</b>    | <b>78.75</b>    | <b>267.37</b>    | <b>267.37</b>   | <b>267.37</b>    |
| 长期借款           | 0.00            | 0.00            | 188.63           | 188.63          | 188.63           |
| 其他非流动负债        | 65.83           | 78.75           | 78.75            | 78.75           | 78.75            |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,351.30</b> | <b>1,059.05</b> | <b>687.74</b>    | <b>766.38</b>   | <b>843.98</b>    |
| 少数股东权益         | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00            | 0.00             |
| 股本             | 106.82          | 106.82          | 1,106.82         | 2,106.82        | 3,106.82         |
| 资本公积           | 3,276.70        | 3,447.96        | 11,492.40        | 19,536.8        | 27,581.29        |
| 留存收益           | 0.00            | 0.00            | 436.09           | 966.69          | 1,612.65         |
| 归属母公司股东权益      | 3,383.51        | 3,554.77        | 13,035.30        | 22,610.3        | 32,300.76        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>4,734.81</b> | <b>4,613.82</b> | <b>13,723.04</b> | <b>23,376.7</b> | <b>33,144.74</b> |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A           | 2024A            | 2025E            | 2026E            | 2027E           |
|----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>-28.739</b>  | <b>692.908</b>   | <b>345.590</b>   | <b>748.362</b>   | <b>1007.417</b> |
| 净利润            | -64.86          | 204.37           | 622.98           | 758.01           | 922.80          |
| 折旧摊销           | 86.71           | 113.82           | 282.85           | 439.52           | 557.02          |
| 财务费用           | 21.72           | 13.43            | 2.57             | -35.50           | -66.90          |
| 其他经营现金流        | -72.30          | 361.29           | -562.81          | -413.67          | -405.50         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-259.81</b>  | <b>-1,128.02</b> | <b>-1,000.00</b> | <b>-1,000.00</b> | <b>-500.00</b>  |
| 资本支出           | 2,615.78        | 203.99           | 1,000.00         | 1,000.00         | 500.00          |
| 其他投资现金流        | -2,875.59       | -1,332.00        | -2,000.00        | -2,000.00        | -1,000.00       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,599.01</b> | <b>-448.94</b>   | <b>8,398.14</b>  | <b>8,852.54</b>  | <b>8,834.51</b> |
| 短期借款           | 616.17          | -365.60          | -645.48          | 0.00             | 0.00            |
| 长期借款           | 0.00            | 0.00             | 188.63           | 0.00             | 0.00            |
| 其他筹资现金流        | 982.85          | -83.34           | 8,854.99         | 8,852.54         | 8,834.51        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,310.46</b> | <b>-884.04</b>   | <b>7,743.73</b>  | <b>8,600.91</b>  | <b>9,341.93</b> |

利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2023A           | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>4,867.03</b> | <b>5,745.32</b> | <b>6,873.25</b> | <b>8,136.75</b> | <b>9,414.49</b> |
| 营业成本            | 4,248.31        | 4,725.94        | 5,386.45        | 6,408.66        | 7,399.43        |
| 营业税金及附加         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 销售费用            | 324.06          | 513.83          | 642.20          | 760.26          | 879.64          |
| 管理费用            | 154.49          | 148.23          | 149.83          | 161.10          | 176.99          |
| 财务费用            | 21.72           | 13.43           | 2.57            | -35.50          | -66.90          |
| 资产减值损失          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 信用减值损失          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他经营收益          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 公允价值变动收益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>营业利润</b>     | <b>118.44</b>   | <b>343.89</b>   | <b>692.20</b>   | <b>842.24</b>   | <b>1,025.33</b> |
| 其他非经营损益         | -177.22         | -119.52         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>     | <b>-58.77</b>   | <b>224.37</b>   | <b>692.20</b>   | <b>842.24</b>   | <b>1,025.33</b> |
| 所得税             | 6.09            | 20.00           | 69.22           | 84.22           | 102.53          |
| <b>净利润</b>      | <b>-64.86</b>   | <b>204.37</b>   | <b>622.98</b>   | <b>758.01</b>   | <b>922.80</b>   |
| 少数股东损益          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>-64.86</b>   | <b>204.37</b>   | <b>622.98</b>   | <b>758.01</b>   | <b>922.80</b>   |
| EBITDA          | 49.65           | 351.62          | 977.62          | 1,246.25        | 1,515.45        |
| EPS (元)         | -0.06           | 0.19            | 0.58            | 0.71            | 0.86            |

主要财务比率

| 会计年度            | 2023A   | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 营业收入(%)         | 7.37    | 18.05  | 19.63  | 18.38  | 15.70  |
| 净利润(%)          | 88.50   | 415.08 | 204.83 | 21.68  | 21.74  |
| <b>获利能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 毛利率(%)          | 12.71   | 17.74  | 21.63  | 21.24  | 21.40  |
| 净利率(%)          | -1.33   | 3.56   | 9.06   | 9.32   | 9.80   |
| ROE(%)          | -1.92   | 5.75   | 4.78   | 3.35   | 2.86   |
| ROIC(%)         | 47.25   | 9.82   | 15.39  | 13.31  | 13.16  |
| <b>偿债能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)        | 28.54   | 22.95  | 5.01   | 3.28   | 2.55   |
| 净负债比率(%)        | -13.19  | -1.90  | -63.43 | -74.61 | -81.15 |
| 流动比率            | 2.78    | 2.74   | 26.35  | 40.42  | 52.02  |
| 速动比率            | 1.43    | 1.27   | 21.62  | 35.68  | 47.29  |
| <b>营运能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.03    | 1.25   | 0.50   | 0.35   | 0.28   |
| 应收账款周转率         | 14.52   | 14.88  | 13.17  | 13.17  | 13.17  |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | -0.06   | 0.19   | 0.58   | 0.71   | 0.86   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | -0.03   | 0.65   | 0.32   | 0.70   | 0.94   |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 3.17    | 3.33   | 12.20  | 21.17  | 30.24  |
| <b>估值比率</b>     |         |        |        |        |        |
| P/E             | -148.94 | 47.27  | 15.51  | 12.74  | 10.47  |
| P/B             | 2.86    | 2.72   | 0.74   | 0.43   | 0.30   |
| EV/EBITDA       | 20.27   | 4.19   | 2.49   | 2.41   | 1.87   |

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10年证券从业经验。2019年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

### 高畅

中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

截至本报告发布前十二个月内，中信建投（国际）证券有限公司或其香港经营的集团公司向本报告所评述的公司提供过投资银行服务。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
电话：(8610) 56135088  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
电话：(8621) 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk