

食品饮料

2025 年 10 月 26 日

短期关注三季报业绩，长期关注提振内需政策

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（分析师）

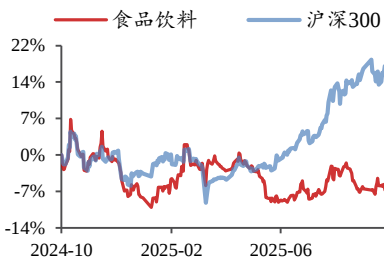
zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790525080001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《9 月社零增速边际回落，消费修复仍待巩固——行业点评报告》-2025.10.21

《白酒筑底，加强布局——行业周报》-2025.10.18

《白酒动销承压分化，饮料零食凸显韧性——行业周报》-2025.10.12

● 核心观点：季报业绩持续分化，建议底部周期加强布局

10 月 20 日-10 月 24 日，食品饮料指数跌幅为 0.9%，一级子行业排名第 27，跑输沪深 300 约 4.2pct，子行业中预加工食品（+1.0%）、肉制品（+0.6%）、其他酒类（+0.5%）表现相对领先。本周开始进入三季报披露期，从已公布业绩来看，还是延续此前趋势，传统消费板块业绩压力较大。白酒商务需求持续承压；政务消费在二季度达到谷底，三季度虽禁酒令影响边际放松，终端消费需求略有好转，但整体市场需求仍处于偏弱局面。叠加多数酒企主动出清报表，以减少压货来维持渠道良性发展状态，预计白酒三季度报表业绩增速可能进一步放缓。我们判断白酒板块三季度迎来业绩和估值双底。当下考虑板块估值相对低位，筹码结构稳定，建议适当布局白酒板块。大众品中仍是具有新消费属性的标的业绩较好，已公布三季度业绩的东鹏饮料仍实现收入与利润的高速增长。下周进入季报密集披露期，建议关注三季报业绩较好的企业，以饮料、零食类大众品公司为主。

二十届四中全会公报明确的“坚持扩大内需战略基点、建设强大国内市场、破除统一大市场卡点堵点”等部署，为食品饮料行业发展注入明确政策红利，长期来看行业景气度大概率稳定提升。内需提振是核心驱动力，四中全会强调的大力提振消费导向，将利于直接拉动消费市场需求与升级潜力释放。而统一大市场建设，将优化行业生态，流通成本下降与市场壁垒破除，即利好龙头企业实现规模效应，也将助力区域品牌全国化扩张。当前白酒板块估值处于历史低位，政策驱动下长期消费信心修复，将推动估值修复；乳制品、调味品等大众品需求有望触底回升。建议聚焦两类标的：一是低估值、具有安全边际，且具备全国化布局能力的龙头企业，二是契合新消费业态的成长性企业，长期把握政策红利与行业升级共振机遇。

● 推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、卫龙美味、百润股份

（1）贵州茅台：短期白酒需求下移，但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。

（2）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。（3）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。（4）卫龙美味：随着新品铺市，面制品下滑情况将得到缓解，同时魔芋单品持续高速增长，基本盘稳定。豆制品可能打开第三增长曲线，以及海外市场具备较大空间。（5）百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

● 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：季报业绩持续分化，建议底部周期加强布局	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：9月烟酒类零售额同比增长 1.6%	7
5、备忘录：关注 10 月 30 日贵州茅台发布三季度报告	7
6、风险提示	11

图表目录

图 1：食品饮料跌幅 0.9%，排名 27/28	4
图 2：预加工食品、肉制品、其他酒类表现相对领先	4
图 3：祖名股份、爱普股份、*ST 椰岛涨幅领先	4
图 4：会稽山、立高食品、盐津铺子跌幅居前	4
图 5：2025 年 10 月 21 日全脂奶粉中标价同比+1.6%	4
图 6：2025 年 10 月 16 日生鲜乳价格同比-2.9%	4
图 7：2025 年 10 月 25 日猪肉价格同比-28.4%	5
图 8：2025 年 6 月生猪存栏数量同比+2.2%	5
图 9：2025 年 8 月能繁母猪数量同比持平	5
图 10：2025 年 10 月 18 日白条鸡价格同比-2.2%	5
图 11：2025 年 9 月进口大麦价格同比+3.6%	6
图 12：2025 年 9 月进口大麦数量同比+30.9%	6
图 13：2025 年 10 月 24 日大豆现货价同比-0.2%	6
图 14：2025 年 10 月 16 日豆粕平均价同比-3.3%	6
图 15：2025 年 10 月 24 日柳糖价格同比-11.1%	6
图 16：2025 年 10 月 17 日白砂糖零售价同比+0.1%	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注 10 月 30 日贵州茅台发布三季度报告	7
表 2：关注 10 月 18 日发布的行业周报	10
表 3：重点公司盈利预测及估值	10

1、每周观点：季报业绩持续分化，建议底部周期加强布局

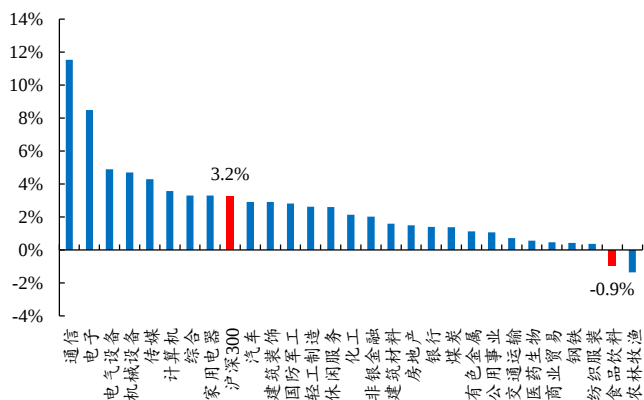
10月20日-10月24日，食品饮料指数跌幅为0.9%，一级子行业排名第27，跑输沪深300约4.2pct，子行业中预加工食品（+1.0%）、肉制品（+0.6%）、其他酒类（+0.5%）表现相对领先。个股方面，祖名股份、爱普股份、*ST椰岛涨幅领先；会稽山、立高食品、盐津铺子跌幅居前。本周开始进入三季报披露期，从已公布业绩来看，还是延续此前趋势，传统消费板块业绩压力较大。白酒商务需求持续承压；政务消费在二季度达到谷底，三季度虽禁酒令影响边际放松，终端消费需求略有好转，但整体市场需求仍处于偏弱局面。叠加多数酒企主动出清报表，以减少压货来维持渠道良性发展状态，预计白酒三季度报表业绩增速可能进一步放缓。我们判断白酒板块三季度迎来业绩和估值双底。当下考虑板块估值相对低位，筹码结构稳定，建议适当布局白酒板块。大众品中仍是具有新消费属性的标的业绩较好，已公布三季度业绩的东鹏饮料仍实现收入与利润的高速增长。下周进入季报密集披露期，建议关注三季报业绩较好的企业，以饮料、零食类大众品公司为主。

二十届四中全会公报明确的“坚持扩大内需战略基点、建设强大国内市场、破除统一大市场卡点堵点”等部署，为食品饮料行业发展注入明确政策红利，长期来看行业景气度大概率稳定提升。内需提振是核心驱动力，四中全会强调的大力提振消费导向，将利于直接拉动消费市场需求与升级潜力释放。而统一大市场建设，将优化行业生态，流通成本下降与市场壁垒破除，即利好龙头企业实现规模效应，也将助力区域品牌全国化扩张。当前白酒板块估值处于历史低位，政策驱动下长期消费信心修复，将推动估值修复；乳制品、调味品等大众品需求有望触底回升。建议聚焦两类标的：一是低估值、具有安全边际，且具备全国化布局能力的龙头企业，二是契合新消费业态的成长性企业，长期把握政策红利与行业升级共振机遇。

2、市场表现：食品饮料跑输大盘

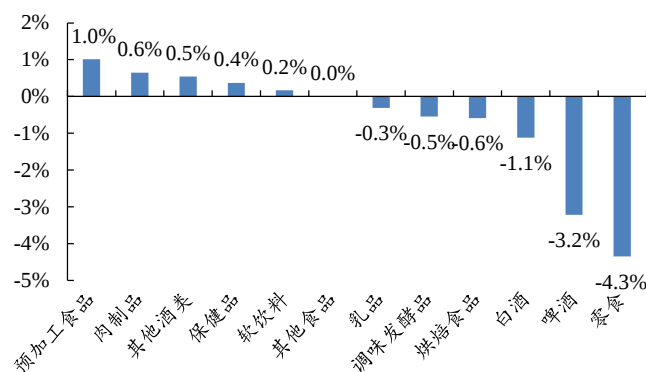
10月20日-10月24日，食品饮料指数跌幅为0.9%，一级子行业排名第27，跑输沪深300约4.2pct，子行业中预加工食品（+1.0%）、肉制品（+0.6%）、其他酒类（+0.5%）表现相对领先。个股方面，祖名股份、爱普股份、*ST椰岛涨幅领先；会稽山、立高食品、盐津铺子跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅 0.9%，排名 27/28



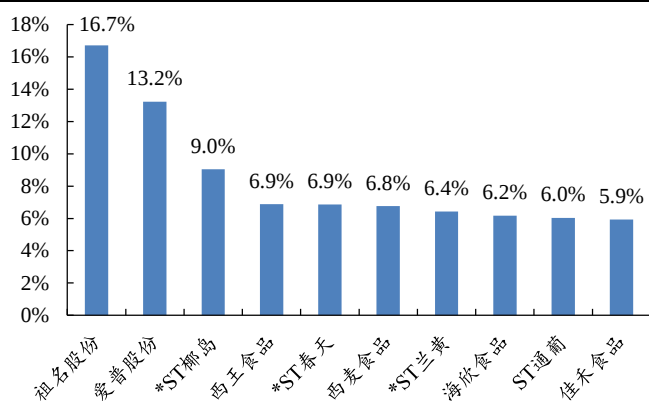
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：预加工食品、肉制品、其他酒类表现相对领先



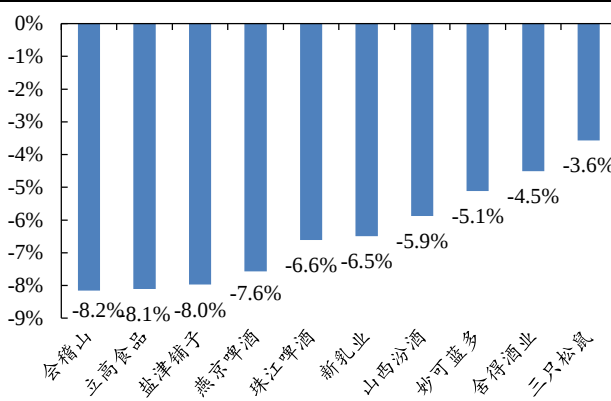
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：祖名股份、爱普股份、*ST 椰岛涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：会稽山、立高食品、盐津铺子跌幅居前

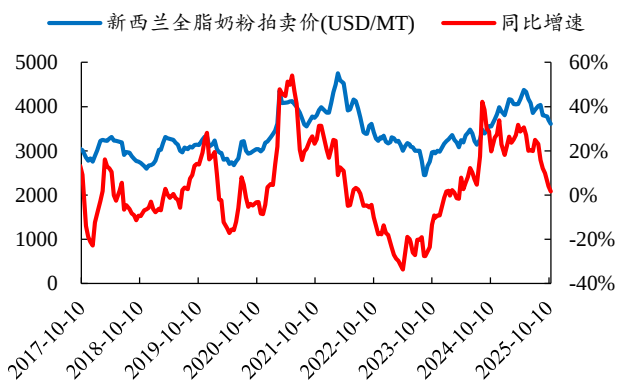


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

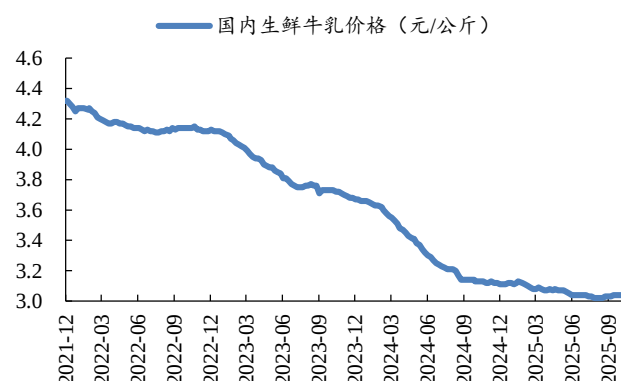
10月21日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3610 美元/吨，环比-2.3%，同比+1.6%，奶价同比上升。10月16日，国内生鲜乳价格 3.0 元/公斤，环比持平，同比-2.9%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2025 年 10 月 21 日全脂奶粉中标价同比+1.6%



数据来源：GDT、开源证券研究所

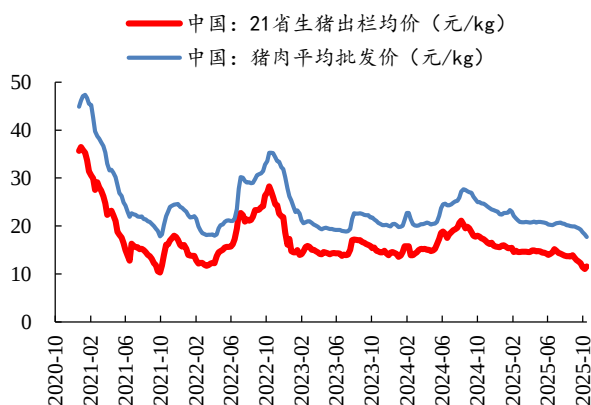
图6：2025 年 10 月 16 日生鲜乳价格同比-2.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

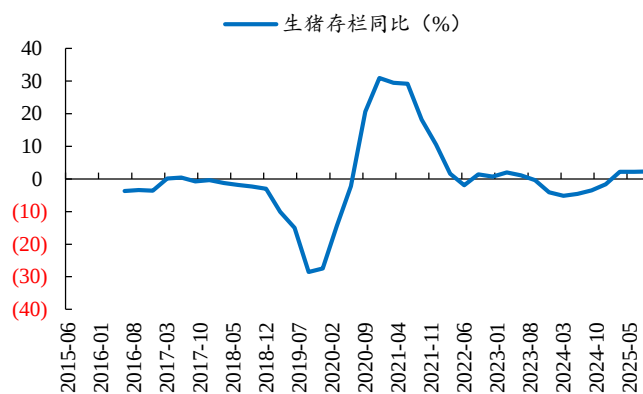
10月25日，生猪出栏价格11.6元/公斤，同比-33.4%，环比5.4%；猪肉价格17.7元/公斤，同比-28.4%，环比-3.0%。2025年8月，能繁母猪存栏4038.0万头，同比持平，环比-0.1%。2025年6月生猪存栏同比+2.2%。2025年10月18日，白条鸡价格17.6元/公斤，同比-2.2%，环比-0.4%。

图7：2025年10月25日猪肉价格同比-28.4%



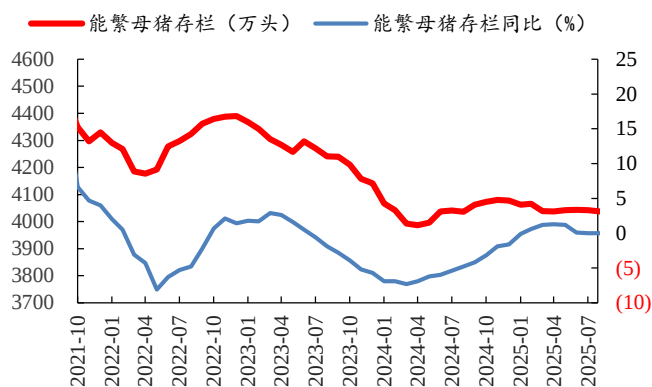
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025年6月生猪存栏数量同比+2.2%



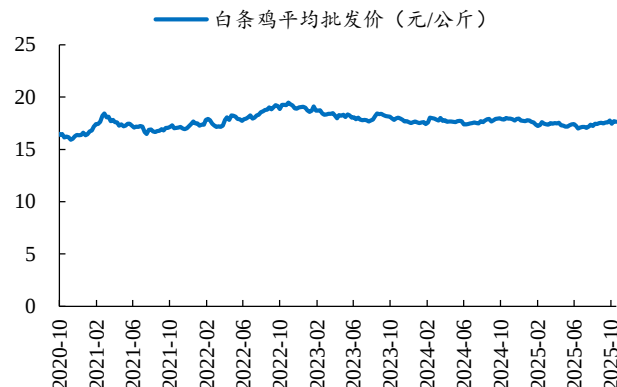
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025年8月能繁母猪数量同比持平



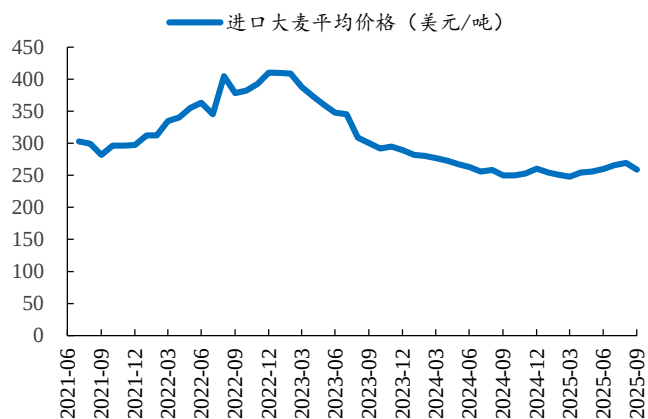
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025年10月18日白条鸡价格同比-2.2%

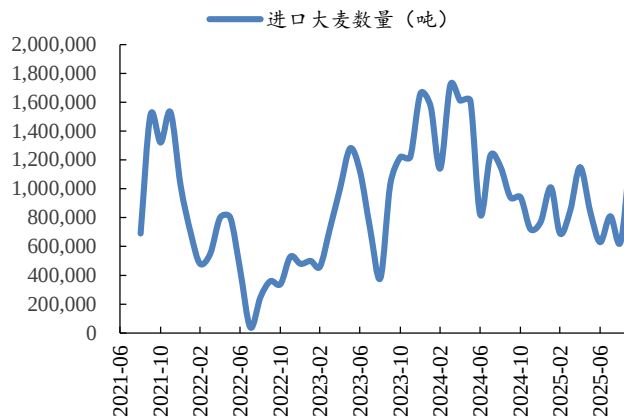


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025年9月，进口大麦价格258.8美元/吨，同比+3.6%。2025年9月进口大麦数量123.0万吨，同比+30.9%，进口大麦数量和平均价格有所上升。

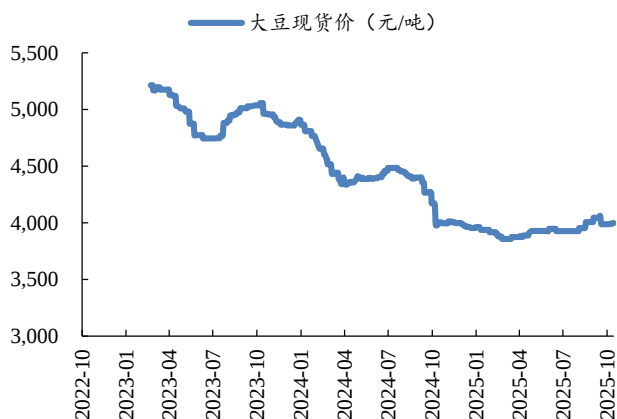
图11：2025年9月进口大麦价格同比+3.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

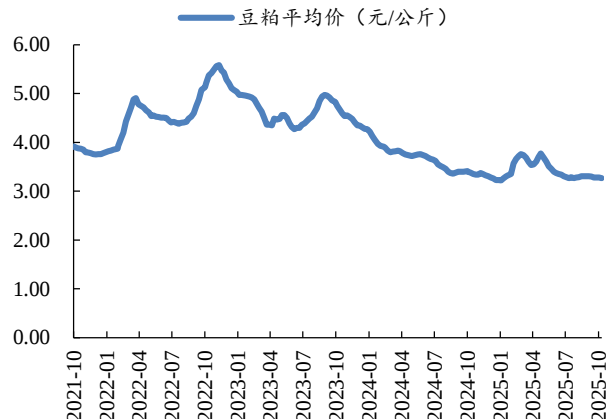
图12：2025年9月进口大麦数量同比+30.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

10月24日，大豆现货价 3993.8 元/吨，同比-0.2%。10月16日，豆粕平均价格 3.3 元/公斤，同比-3.3%。

图13：2025年10月24日大豆现货价同比-0.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

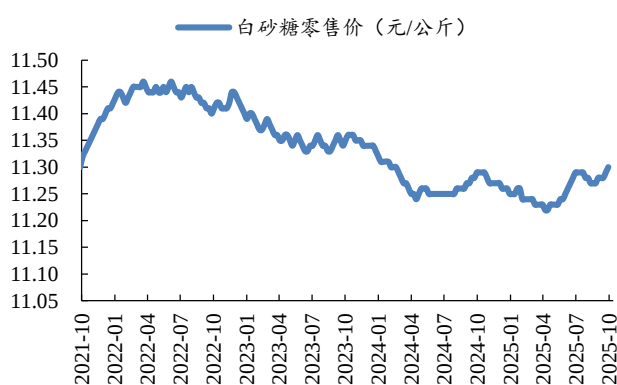
图14：2025年10月16日豆粕平均价同比-3.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

10月24日，柳糖价格 5780.0 元/吨，同比-11.1%；10月17日，白砂糖零售价格 11.3 元/公斤，同比+0.1%。

图15：2025年10月24日柳糖价格同比-11.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年10月17日白砂糖零售价同比+0.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：9月烟酒类零售额同比增长1.6%

10月20日,国家统计局发布统计数据:社会消费品零售总额1-9月同比增长4.5%,其中9月同比增长3%。餐饮收入1-9月同比增长3.3%,9月份同比增长0.9%。烟酒类零售总额1-9月为4808亿元,同比增长4.0%;其中9月为615亿元,同比增长1.6%(来源于酒说)。

10月22日,宜宾发布消息称,五粮液产业园B区智慧工厂项目于今年3月开工,当前整体进度已推进约60%,预计今年春节前全面完工。据悉,作为五粮液产业园重要配套工程,该项目总投资10.24亿元,占地282亩,建筑面积达15万平方米,新建17栋建筑,其中包括7栋厂房及仓库。建成后,预计将形成年产塑胶包装结构件19.76亿只、高端透明盒1.2亿个、功能性片材3万吨的产能,为酒类产业链提供核心包装支撑(来源于微酒)。

2025年9月,中国出口啤酒6.455万千升,同比增长4.1%;金额为3.0432亿元人民币,同比下降1.4%。1-9月,中国累计出口啤酒58.160万千升,同比增长17.3%;金额为28.7714亿元人民币,同比增长18.1%。9月,中国进口啤酒2.757万千升,同比下降22.2%;金额为2.8667亿元人民币,同比下降18.4%。1-9月,中国累计进口啤酒27.689万千升,同比下降7.3%;金额为27.0319亿元人民币,同比下降7.9%(来源酒业家)。

5、备忘录：关注10月30日贵州茅台发布三季度报告

下周(10月27日-10月31日)将有103家公司发布三季度报告,8家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注10月30日贵州茅台发布三季度报告

日期	公司	业绩披露	股东会
2025/10/27	*ST兰黄		甘肃省兰州市(14:30)
2025/10/27	得利斯		山东省诸城市(14:30)
2025/10/27	天佑德酒	三季度报告	
2025/10/27	麦趣尔		新疆省昌吉市(16:00)
2025/10/27	麦趣尔	三季度报告	
2025/10/27	欢乐家	三季度报告	
2025/10/28	ST西发	三季度报告	
2025/10/28	皇台酒业	三季度报告	
2025/10/28	千味央厨	三季度报告	
2025/10/28	阳光乳业	三季度报告	
2025/10/28	三全食品	三季度报告	
2025/10/28	得利斯	三季度报告	
2025/10/28	佳隆股份	三季度报告	
2025/10/28	金字火腿	三季度报告	
2025/10/28	百润股份	三季度报告	
2025/10/28	ST加加	三季度报告	
2025/10/28	华统股份	三季度报告	
2025/10/28	盐津铺子	三季度报告	
2025/10/28	三只松鼠	三季度报告	

日期	公司	业绩披露	股东会
2025/10/28	品渥食品	三季度报告	
2025/10/28	熊猫乳品	三季度报告	
2025/10/28	伊力特	三季度报告	
2025/10/28	天润乳业		新疆省乌鲁木齐市（15：30）
2025/10/28	青岛啤酒	三季度报告	
2025/10/28	*ST 岩石	三季度报告	
2025/10/28	安记食品		福建省泉州市（14：30）
2025/10/28	春雪食品	三季度报告	
2025/10/28	骑士乳业	三季度报告	
2025/10/29	广弘控股	三季度报告	
2025/10/29	双汇发展	三季度报告	
2025/10/29	皇氏集团	三季度报告	
2025/10/29	贝因美	三季度报告	
2025/10/29	好想你	三季度报告	
2025/10/29	克明食品	三季度报告	
2025/10/29	桂发祥	三季度报告	
2025/10/29	庄园牧场	三季度报告	
2025/10/29	甘源食品	三季度报告	
2025/10/29	西部牧业	三季度报告	
2025/10/29	三只松鼠		安徽省芜湖市（14：30）
2025/10/29	仙乐健康	三季度报告	
2025/10/29	海融科技	三季度报告	
2025/10/29	立高食品	三季度报告	
2025/10/29	古越龙山	三季度报告	
2025/10/29	三元股份	三季度报告	
2025/10/29	海天味业	三季度报告	
2025/10/29	安井食品	三季度报告	
2025/10/29	ST 绝味	三季度报告	
2025/10/29	口子窖	三季度报告	
2025/10/29	日辰股份	三季度报告	
2025/10/29	味知香	三季度报告	
2025/10/29	佳禾食品	三季度报告	
2025/10/29	李子园	三季度报告	
2025/10/29	均瑶健康		上海市浦东新区（14：00）
2025/10/29	康比特	三季度报告	
2025/10/30	黑芝麻	三季度报告	
2025/10/30	顺鑫农业	三季度报告	
2025/10/30	*ST 兰黄	三季度报告	
2025/10/30	海欣食品	三季度报告	
2025/10/30	新乳业	三季度报告	
2025/10/30	西麦食品	三季度报告	
2025/10/30	汤臣倍健	三季度报告	
2025/10/30	光明肉业	三季度报告	

日期	公司	业绩披露	股东会
2025/10/30	金种子酒	三季度报告	
2025/10/30	安琪酵母	三季度报告	
2025/10/30	维维股份	三季度报告	
2025/10/30	贵州茅台	三季度报告	
2025/10/30	交大昂立	三季度报告	
2025/10/30	老白干酒	三季度报告	
2025/10/30	舍得酒业	三季度报告	
2025/10/30	会稽山	三季度报告	
2025/10/30	百合股份	三季度报告	
2025/10/30	宝立食品	三季度报告	
2025/10/30	迎驾贡酒	三季度报告	
2025/10/30	五芳斋	三季度报告	
2025/10/30	技源集团	三季度报告	
2025/10/30	良品铺子	三季度报告	
2025/10/30	来伊份	三季度报告	
2025/10/30	威龙股份		山东省烟台市（14：30）
2025/10/30	桃李面包	三季度报告	
2025/10/30	均瑶健康	三季度报告	
2025/10/31	泸州老窖	三季度报告	
2025/10/31	古井贡酒	三季度报告	
2025/10/31	酒鬼酒	三季度报告	
2025/10/31	五粮液	三季度报告	
2025/10/31	洋河股份	三季度报告	
2025/10/31	龙大美食	三季度报告	
2025/10/31	燕塘乳业	三季度报告	
2025/10/31	中信尼雅	三季度报告	
2025/10/31	重庆啤酒	三季度报告	
2025/10/31	莲花控股	三季度报告	
2025/10/31	泉阳泉	三季度报告	
2025/10/31	*ST 椰岛	三季度报告	
2025/10/31	恒顺醋业	三季度报告	
2025/10/31	莫高股份	三季度报告	
2025/10/31	光明乳业	三季度报告	
2025/10/31	金枫酒业	三季度报告	
2025/10/31	水井坊	三季度报告	
2025/10/31	山西汾酒	三季度报告	
2025/10/31	妙可蓝多	三季度报告	
2025/10/31	伊利股份	三季度报告	
2025/10/31	千禾味业	三季度报告	
2025/10/31	广州酒家	三季度报告	
2025/10/31	天味食品	三季度报告	
2025/10/31	今世缘	三季度报告	
2025/10/31	惠发食品	三季度报告	

日期	公司	业绩披露	股东会
2025/10/31	有友食品	三季度报告	
2025/10/31	香飘飘	三季度报告	
2025/10/31	威龙股份	三季度报告	
2025/10/31	一鸣食品	三季度报告	
2025/10/31	巴比食品	三季度报告	
2025/10/31	南侨食品	三季度报告	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 10 月 18 日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业周报	白酒临近底部，大众品聚焦产业红利	9 月 28 日
行业周报	白酒动销承压分化，饮料零食凸显韧性	10 月 12 日
行业周报	白酒筑底，加强布局	10 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（元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	买入	1455.0	76.10	84.27	91.07	19.1	17.3	16.0
五粮液	买入	121.1	8.46	8.99	9.62	14.3	13.5	12.6
泸州老窖	买入	135.0	9.47	9.84	10.35	14.3	13.7	13.0
山西汾酒	买入	195.9	11.03	12.03	13.04	17.8	16.3	15.0
口子窖	增持	32.8	1.64	1.84	2.02	20.0	17.8	16.3
古井贡酒	增持	155.8	11.14	12.49	13.97	14.0	12.5	11.2
金徽酒	增持	20.3	0.80	0.91	1.06	25.4	22.3	19.2
伊利股份	买入	27.4	1.71	1.84	1.96	16.0	14.9	14.0
新乳业	增持	17.9	0.78	0.92	1.04	22.9	19.4	17.2
双汇发展	增持	25.4	1.51	1.59	1.68	16.8	16.0	15.1
中炬高新	增持	18.4	0.90	1.03	1.13	20.4	17.9	16.3
涪陵榨菜	增持	12.9	0.72	0.78	0.84	17.8	16.5	15.3
海天味业	买入	39.1	1.24	1.41	1.55	31.5	27.7	25.2
西麦食品	增持	19.2	0.77	0.99	1.18	25.0	19.4	16.3
嘉必优	买入	23.8	1.14	1.37	1.64	20.9	17.4	14.5
绝味食品	增持	13.5	1.04	1.11	1.19	13.0	12.2	11.3
煌上煌	增持	12.5	0.14	0.19	0.22	89.4	65.9	56.9
广州酒家	增持	16.1	1.00	1.12	1.22	16.1	14.3	13.1
甘源食品	买入	53.8	2.65	3.23	4.38	20.3	16.7	12.3
劲仔食品	增持	12.0	0.72	0.89	1.13	16.7	13.5	10.6
天味食品	增持	11.5	0.65	0.73	0.82	17.8	15.8	14.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 10 月 24 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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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