

## 食品饮料

2026年05月17日

## 茅台非标产品提价，看好原奶产业链机会

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（分析师）

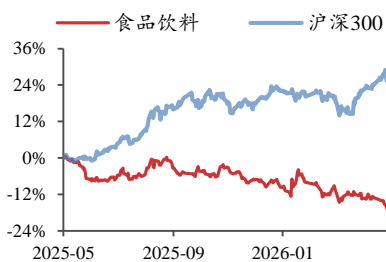
zhangyuguang@kysec.cn

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

《行业筑底，龙头先行——行业周报》

-2026.5.10

《一季报总结：白酒分化筑底，大众品企稳复苏——行业周报》-2026.5.5

《主动权益基金减仓幅度收窄，板块龙头更受青睐——行业点评报告》

-2026.4.27

### ● 核心观点：白酒筑底趋势明确，原奶价格大概率止跌企稳

5月11日-5月15日，食品饮料指数跌幅为3.1%，一级子行业排名第16，跑输沪深300约2.9pct，子行业中保健品(+1.0%)、其他食品(+0.0%)、软饮料(-0.1%)表现相对领先。2026年5月16日贵州茅台官宣上调四款非标产品自营零售价，系年内第二次调价。此次非标提价是三月底飞天茅台提价的延续，属于茅台价格体系系统性优化的关键环节。经过春节旺季与节后淡季双重市场检验，飞天茅台批价稳定、渠道库存低位、终端动销稳健，充分印证高端白酒需求具备坚实支撑，形成“飞天稳基盘、非标提利润”的良性价格矩阵。从基本面来看，非标产品毛利率优于普通飞天，叠加自营渠道占比持续提升，本次调价将有效增厚公司利润、缓解业绩增长压力，成为白酒行业企稳复苏的核心信号。目前白酒行业已完成深度调整，整体处于筑底尾声，渠道库存回归合理区间，行业修复节奏清晰，我们判断行业二季度业绩下滑幅度将持续收窄，下半年有望同比转正。同时行业竞争逻辑转向存量优化与价格带重塑，龙头酒企壁垒优势持续凸显。当前白酒板块估值、基金持仓均处于历史低位，市场悲观预期充分出清，筹码结构优质，建议底部布局茅台、老窖、汾酒等核心龙头，把握行业复苏与估值修复的双重机遇。本周牧场公司股价波动较大，主要是短期奶牛存栏量增长，导致市场对原奶周期判断受到干扰。我们认为牛奶短期存栏增长主要因为疫情封控背景下，牛只调运受阻，淘汰进度有所延后，后续大概率会回归正常的出清状态。展望后市，饲料价格受国际形势影响或有所上行，牧场经营压力仍然较大，部分社会牧场奶牛补栏能力不足，进一步影响后续供给。同时，终端动销逐渐出现企稳态势，叠加乳制品深加工产能释放、下半年双节效应等因素，需求大概率持续改善。目前已有部分区域市场奶价高于合同奶价。总体来看，短期扰动不改长期趋势，我们仍然维持2026H2原奶周期有望企稳回升的判断。继续看好原奶产业链机会，建议优先关注优然牧业，公司作为头部牧场抗风险能力强、业绩弹性突出，今年繁育策略不变，为扩张蓄能。其次可关注伊利股份、新乳业等乳制品头部企业，受益标的包括蒙牛乳业等。

### ● 推荐组合：贵州茅台、西麦食品、海天味业、青岛啤酒

(1) 贵州茅台：在白酒需求下移背景下，公司进行市场化改革，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。茅台酒提价后，业绩确定性增强，此轮周期后茅台可看得更为长远。(2) 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，预计营收保持较快增长，盈利能力有望持续提升。(3) 海天味业：调味品行业迎来需求复苏，公司品牌渠道优势显著，同时有提价预期，预计中长期收入利润增速向好。(4) 青岛啤酒：板块逐渐进入夏天旺季，叠加世界杯情绪催化，以及年内大概率出现厄尔尼诺高温天气，可能带动销量回升。预计公司旺季销量弹性可期。

● 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：白酒筑底趋势明确，原奶价格大概率止跌企稳.....	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：部分贵州茅台酒自营体系零售价上调.....	7
5、备忘录：关注5月20日伊利股份召开股东大会.....	8
6、风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1：食品饮料跌幅 3.1%，排名 16/28.....	4
图 2：保健品、其他食品、软饮料表现相对领先.....	4
图 3：威龙股份、*ST 春天、养元饮品涨幅领先.....	4
图 4：ST 龙大、千味央厨、华统股份跌幅居前.....	4
图 5：2026 年 5 月 5 日全脂奶粉中标价同比-14.5%.....	5
图 6：2026 年 5 月 8 日生鲜乳价格同比-1.6%.....	5
图 7：2026 年 5 月 15 日猪肉价格同比-28.0%.....	5
图 8：2026 年 3 月生猪存栏数量同比+1.5%.....	5
图 9：2026 年 3 月能繁母猪数量同比-3.3%.....	5
图 10：2026 年 5 月 15 日白条鸡价格同比-1.8%.....	5
图 11：2026 年 3 月进口大麦价格同比+4.9%.....	6
图 12：2026 年 3 月进口大麦数量同比+57.6%.....	6
图 13：2026 年 5 月 15 日大豆现货价同比+9.6%.....	6
图 14：2026 年 5 月 7 日豆粕均价同比-10.6%.....	6
图 15：2026 年 5 月 15 日柳糖价格同比-11.5%.....	7
图 16：2026 年 5 月 8 日白砂糖零售价同比+0.8%.....	7
表 1：最近重大事件备忘录：关注 5 月 20 日伊利股份召开股东大会.....	8
表 2：关注 5 月 15 日发布的公司点评 .....	9
表 3：重点公司盈利预测及估值 .....	10

## 1、每周观点：白酒筑底趋势明确，原奶价格大概率止跌企稳

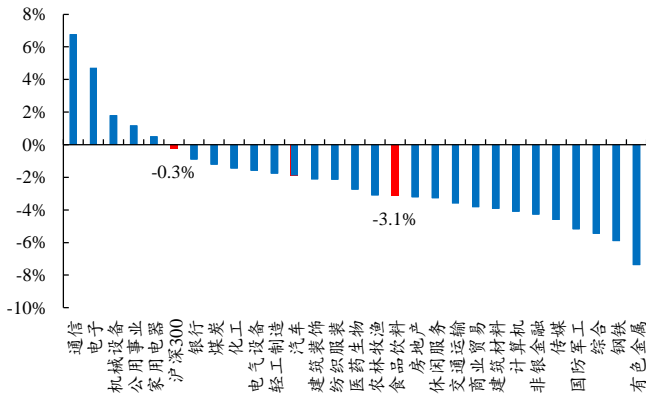
5月11日-5月15日，食品饮料指数跌幅为3.1%，一级子行业排名第16，跑输沪深300约2.9pct，子行业中保健品(+1.0%)、其他食品(+0.0%)、软饮料(-0.1%)表现相对领先。2026年5月16日贵州茅台官宣上调四款非标产品自营零售价，系年内第二次调价。本次调整仅针对自营体系，通过随行就市的调价原则缩小自营价与批价之间价差、挤压渠道套利空间，进一步规范终端价格体系。此次非标提价是三月底飞天茅台提价的延续，属于茅台价格体系系统性优化的关键环节。经过春节旺季与节后淡季双重市场检验，飞天茅台批价稳定、渠道库存低位、终端动销稳健，充分印证高端白酒需求具备坚实支撑，形成“飞天稳基盘、非标提利润”的良性价格矩阵。从基本面来看，非标产品毛利率优于普通飞天，叠加公司自营渠道占比持续提升，本次调价将有效增厚公司利润、缓解业绩增长压力，成为白酒行业企稳复苏的核心信号。目前白酒行业已完成深度调整，整体处于筑底尾声，渠道库存回归合理区间，行业修复节奏清晰，我们判断行业二季度业绩下滑幅度将持续收窄，下半年有望实现同比转正。同时行业竞争逻辑转向存量优化与价格带重塑，龙头酒企壁垒优势持续凸显。当前白酒板块估值、基金持仓均处于历史低位，市场悲观预期充分出清，筹码结构优质，建议底部布局茅台、老窖、汾酒等核心龙头，把握行业复苏与估值修复的双重机遇。

本周牧场公司股价波动较大，主要是短期奶牛存栏量增长，导致市场对原奶周期判断受到干扰。我们认为牛奶短期存栏增长主要因为疫情封控背景下，牛只调运受阻，淘汰进度有所延后，后续大概率会回归正常的出清状态。展望后市，饲料价格受国际形势影响或有所上行，牧场经营压力仍然较大，部分社会牧场奶牛补栏能力不足，进一步影响后续供给。同时，终端动销逐渐出现企稳态势，叠加乳制品深加工产能释放、下半年双节效应等因素，需求大概率持续改善。目前已有部分区域市场奶价高于合同奶价。总体来看，短期扰动不改长期趋势，我们仍然维持2026H2原奶周期有望企稳回升的判断。继续看好原奶产业链机会，建议优先关注优然牧业，公司作为头部牧场抗风险能力强、业绩弹性突出，今年繁育策略不变，为扩张蓄能。其次可关注伊利股份、新乳业等乳制品头部企业，受益标的包括蒙牛乳业等。

## 2、市场表现：食品饮料跑输大盘

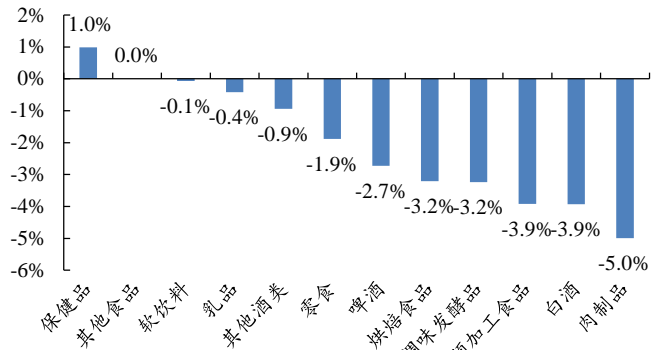
5月11日-5月15日，食品饮料指数跌幅为3.1%，一级子行业排名第16，跑输沪深300约2.9pct，子行业中保健品(+1.0%)、其他食品(+0.0%)、软饮料(-0.1%)表现相对领先。个股方面，威龙股份、\*ST春天、养元饮品涨幅领先；ST龙大、千味央厨、华统股份跌幅居前。

图1: 食品饮料跌幅3.1%，排名 16/28



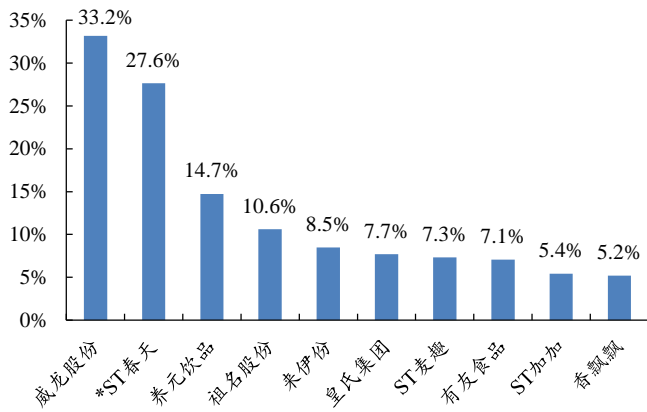
数据来源: iFind、开源证券研究所

图2: 保健品、其他食品、软饮料表现相对领先



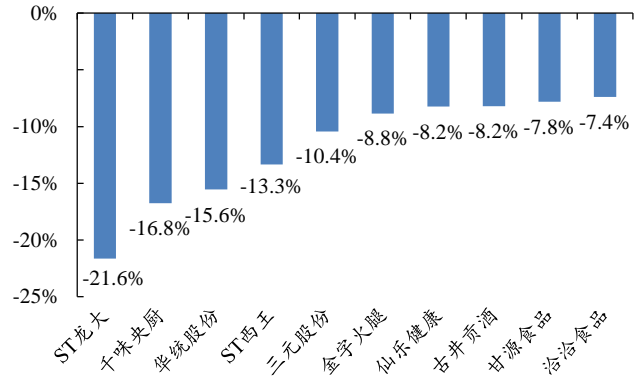
数据来源: iFind、开源证券研究所

图3: 威龙股份、\*ST 春天、养元饮品涨幅领先



数据来源: iFind、开源证券研究所

图4: ST 龙大、千味央厨、华统股份跌幅居前

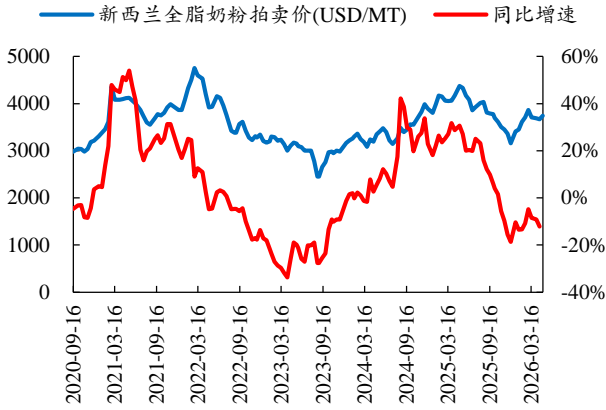


数据来源: iFind、开源证券研究所

### 3、上游数据: 部分上游原料价格回落

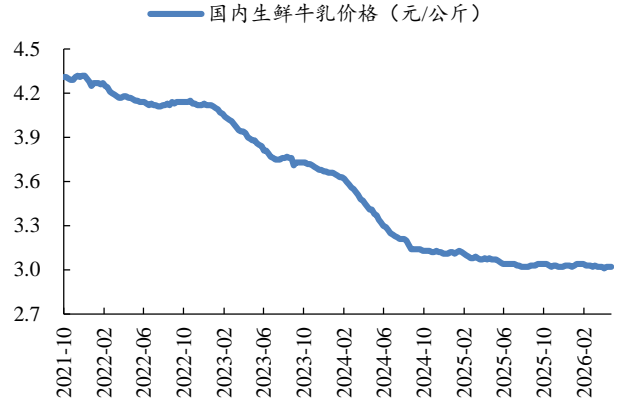
5月5日, GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3741 美元/吨, 环比+2.0%, 同比-14.5%, 进口奶价同比、环比下降。5月8日, 国内生鲜乳价格 3.02 元/公斤, 环比持平, 同比-1.6%, 中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2026年5月5日全脂奶粉中标价同比-14.5%



数据来源：GDT、开源证券研究所

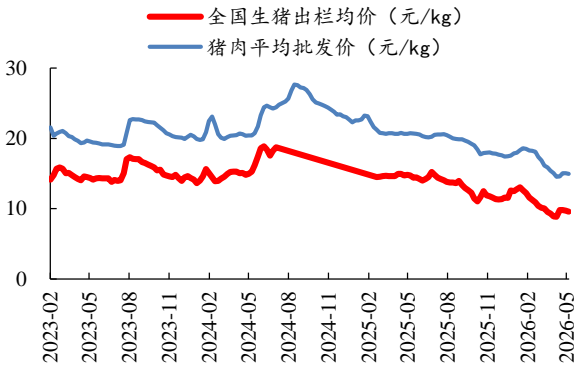
图6：2026年5月8日生鲜乳价格同比-1.6%



数据来源：iFind、开源证券研究所

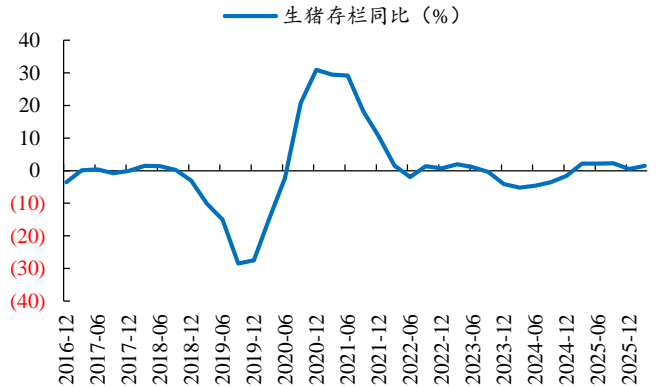
5月15日，生猪出栏价格9.6元/公斤，同比-34.8%，环比-1.2%；猪肉价格15.0元/公斤，同比-28.0%，环比-0.7%。2026年3月，能繁母猪存栏3904.0万头，同比-3.3%，环比-1.4%。2026年3月生猪存栏同比+1.5%，环比-1.4%。2026年5月15日，白条鸡价格16.9元/公斤，同比-1.8%，环比-0.2%。

图7：2026年5月15日猪肉价格同比-28.0%



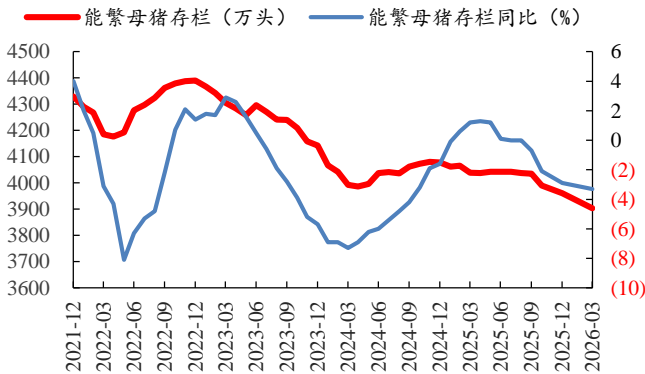
数据来源：iFind、开源证券研究所

图8：2026年3月生猪存栏数量同比+1.5%



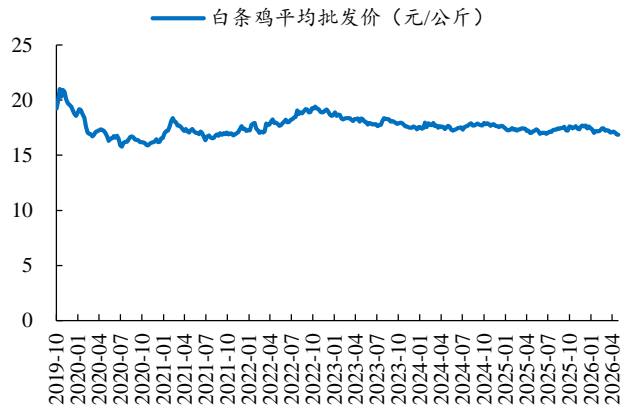
数据来源：iFind、开源证券研究所

图9：2026年3月能繁母猪数量同比-3.3%



数据来源：iFind、开源证券研究所

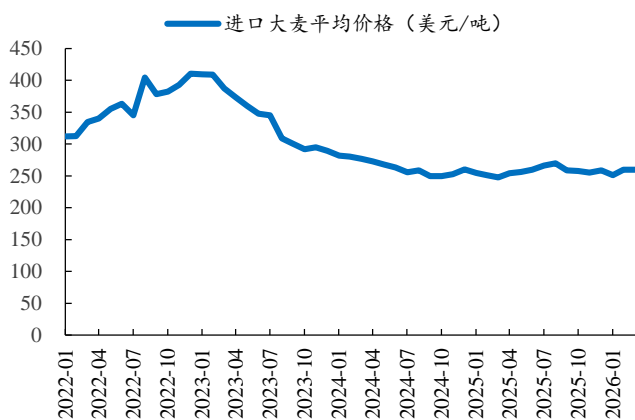
图10：2026年5月15日白条鸡价格同比-1.8%



数据来源：iFind、开源证券研究所

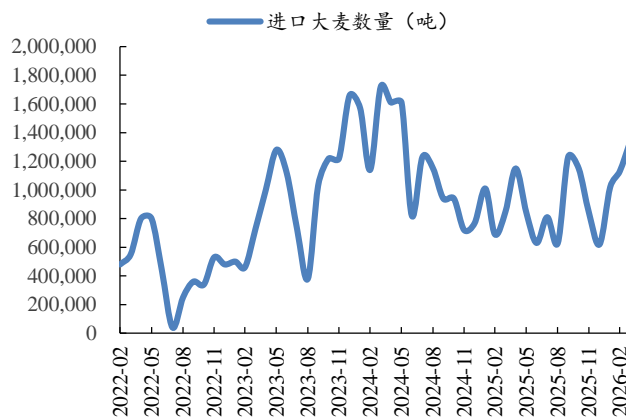
2026年3月，进口大麦价格259.8美元/吨，同比+4.9%。2026年3月进口大麦数量134.0万吨，同比+57.6%，进口大麦数量和平均价格均有所上涨。

**图11：2026年3月进口大麦价格同比+4.9%**



数据来源：iFind、开源证券研究所

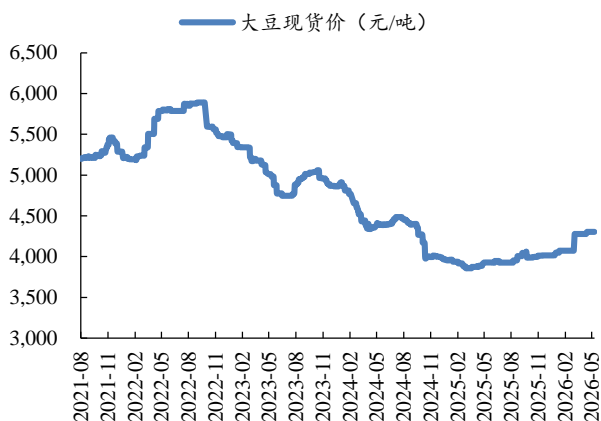
**图12：2026年3月进口大麦数量同比+57.6%**



数据来源：iFind、开源证券研究所

5月15日，大豆现货价4303.2元/吨，同比+9.6%。5月7日，豆粕平均价格3.3元/公斤，同比-10.6%。

**图13：2026年5月15日大豆现货价同比+9.6%**



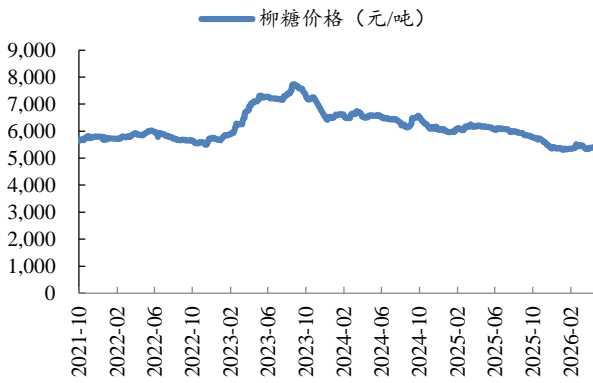
数据来源：iFind、开源证券研究所

**图14：2026年5月7日豆粕平均价同比-10.6%**

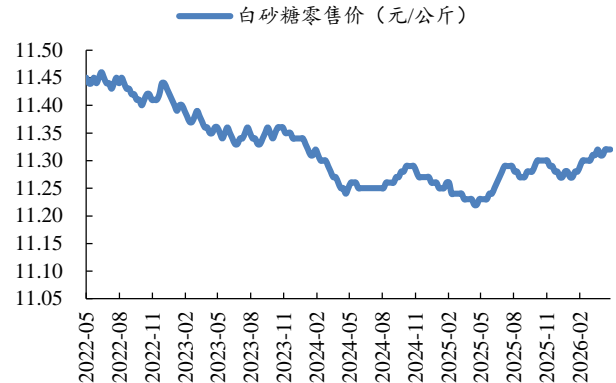


数据来源：iFind、开源证券研究所

5月15日，柳糖价格5465.0元/吨，同比-11.5%；5月8日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比+0.8%。

**图15：2026年5月15日柳糖价格同比-11.5%**


数据来源：iFind、开源证券研究所

**图16：2026年5月8日白砂糖零售价同比+0.8%**


数据来源：iFind、开源证券研究所

#### 4、酒业数据新闻：部分贵州茅台酒自营体系零售价上调

5月16日，i茅台发布公告：自当天零时起，贵州茅台对部分贵州茅台酒产品自营体系零售价格进行调整。公告显示，调整的产品包括：53%vol 500ml 陈年贵州茅台酒（15）由4199元/瓶调整为4279元/瓶；53%vol 500ml 贵州茅台酒（精品）由2299元/瓶调整为2359元/瓶；53%vol 500ml 贵州茅台酒（丙午马年）珍享版由2499元/瓶调整为2699元/瓶；飞天53%vol 1L 贵州茅台酒由2989元/瓶调整为3119元/瓶。公告显示，此次调整是按照茅台随行就市、供需适配、量价平衡、相对平稳的原则（来源于酒说）。

5月11日，国家统计局发布的数据显示，4月，全国居民消费价格同比上涨1.2%，环比上涨0.3%；1-4月，全国居民消费价格同比上涨0.9%。其中，4月，酒类价格同比下降3.0%，环比下降0.3%；1-4月，酒类价格同比下降2.5%（来源于微酒）。

5月15日，燕京啤酒发布投资者关系活动记录表提到，目前公司中高端产品营收占比不断提升，公司将持续深化产品结构升级，加大新产品研发与投入力度，重点布局高线价格带、高端精酿及特色创新品类，持续丰富中高端产品体系，稳步提升中高端销售占比。同时，公司实施“双百工程”，形成梯度化市场开发策略。通过区域资源倾斜与差异化策略，实现“强势市场深挖潜、新兴市场快布局”的良性循环，在全国化布局与销量双突破的同时，在新兴市场和消费新场景中不断推进市场拓展与产品升级（来源于酒业家）。

## 5、备忘录：关注 5 月 20 日伊利股份召开股东大会

下周（5 月 18 日-5 月 24 日）将有 58 家公司召开股东大会。

**表1：最近重大事件备忘录：关注 5 月 20 日伊利股份召开股东大会**

日期	公司	股东会
2026/5/18	康比特	北京市昌平区（14：30）
2026/5/18	李子园	浙江省金华市（14：30）
2026/5/18	一鸣食品	浙江省杭州市（14：30）
2026/5/18	迎驾贡酒	安徽省六安市（14：30）
2026/5/18	妙可蓝多	上海市浦东新区（14：30）
2026/5/18	古越龙山	浙江省绍兴市（14：00）
2026/5/18	祖名股份	浙江省杭州市（14：30）
2026/5/18	华统股份	浙江省义乌市（14：30）
2026/5/18	海欣食品	福建省福州市（14：30）
2026/5/18	煌上煌	江西省南昌县（14：30）
2026/5/18	ST 加加	湖南省长沙市（14：30）
2026/5/18	洽洽食品	安徽省合肥市（10：00）
2026/5/18	金字火腿	浙江省金华市（14：00）
2026/5/18	得利斯	山东省诸城市（14：30）
2026/5/18	三全食品	河南省郑州市（14：30）
2026/5/18	五粮液	四川省宜宾市（9：00）
2026/5/19	均瑶健康	上海市浦东新区（14：00）
2026/5/19	桃李面包	辽宁省沈阳市（14：00）
2026/5/19	威龙股份	山东省烟台市（14：30）
2026/5/19	口子窖	安徽省淮北市（13：30）
2026/5/19	中炬高新	广东省中山市（14：30）
2026/5/19	老白干酒	河北省衡水市（09：30）
2026/5/19	*ST 尼雅	新疆乌鲁木齐市（15：30）
2026/5/19	光明肉业	上海市杨浦区（14：00）
2026/5/19	ST 龙大	四川省成都市（14：45）
2026/5/19	百润股份	上海市浦东新区（14：30）
2026/5/19	阳光乳业	江西省南昌市（14：30）
2026/5/19	承德露露	河北省承德市（14：00）
2026/5/19	广弘控股	广东省广州市（15：00）
2026/5/20	味知香	江苏省苏州市（13：30）
2026/5/20	伊利股份	内蒙古呼和浩特市（14：00）
2026/5/20	惠泉啤酒	福建省惠安县（14：30）
2026/5/20	*ST 椰岛	海南省海口市（14：30）
2026/5/20	三元生物	山东省滨州市（15：00）
2026/5/20	科拓生物	北京市怀柔区（14：30）
2026/5/20	仙乐健康	上海市青浦区（15：00）
2026/5/20	ST 麦趣	新疆昌吉市（11：00）
2026/5/20	克明食品	湖南省长沙市（15：00）

日期	公司	股东会
2026/5/20	青岛食品	山东省青岛市 (14: 00)
2026/5/20	ST 西王	山东省邹平市 (14: 30)
2026/5/21	香飘飘	浙江省杭州市 (14: 00)
2026/5/21	今世缘	江苏省淮安市 (09: 30)
2026/5/21	安井食品	福建省厦门市 (14: 30)
2026/5/21	*ST 岩石	贵州省遵义市 (14: 30)
2026/5/21	重庆啤酒	广东省广州市 (09: 30)
2026/5/21	庄园牧场	甘肃省兰州市 (15: 30)
2026/5/21	好想你	河南省郑州市 (14: 30)
2026/5/21	燕京啤酒	北京市顺义区 (14: 30)
2026/5/22	春雪食品	山东省莱阳市 (14: 30)
2026/5/22	来伊份	上海市松江区 (14: 00)
2026/5/22	金枫酒业	上海市普陀区 (14: 00)
2026/5/22	交大昂立	上海市徐汇区 (14: 30)
2026/5/22	ST 通葡	吉林省通化市 (15: 00)
2026/5/22	恒顺醋业	江苏省镇江市 (14: 00)
2026/5/22	金种子酒	安徽省阜阳市 (13: 30)
2026/5/22	海融科技	上海市奉贤区 (14: 30)
2026/5/22	ST 龙大	四川省成都市 (16: 00)
2026/5/22	张裕 A	山东省烟台市 (09: 00)
2026/5/22	顺鑫农业	北京市顺义区 (14: 30)

资料来源：iFind、开源证券研究所

**表2：关注 5 月 15 日发布的公司点评**

报告类型	报告名称	时间
公司点评	有友食品：Q1 收入实现高增，新兴渠道扩张释放成长动能	5 月 1 日
公司点评	西麦食品：2026 年开门红超预期，盈利与成长双跃升	5 月 1 日
公司点评	东鹏饮料：特饮稳增+新品放量，多品类战略持续深化	5 月 1 日
公司点评	广州酒家：双主业稳健增长，毛利率显著提升	5 月 2 日
公司点评	万辰集团：春节旺季高速增长，净利率表现亮眼	5 月 2 日
公司点评	山西汾酒：渠道回款积极，实际动销顺畅	5 月 3 日
公司点评	伊利股份：龙头营收重回增长，盈利改善超预期	5 月 3 日
行业周报	一季报总结：白酒分化筑底，大众品企稳复苏	5 月 5 日
公司点评	双汇发展：一季度业绩表现良好，肉类销量高增验证改革成效	5 月 6 日
公司点评	古井贡酒：风险逐步释放，报表压力减轻	5 月 6 日
行业周报	行业筑底，龙头先行	5 月 10 日
公司点评	泸州老窖：市场秩序可控，报表稳步出清	5 月 15 日

资料来源：iFind、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		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
贵州茅台	买入	1333.0	68.02	71.60	74.56	19.6	18.6	17.9
泸州老窖	买入	91.0	6.55	6.86	7.14	13.9	13.3	12.7
山西汾酒	买入	131.4	10.15	10.53	11.35	12.9	12.5	11.6
古井贡酒	增持	97.6	7.05	7.85	8.67	13.8	12.4	11.3
金徽酒	增持	18.8	0.75	0.82	0.91	25.0	22.9	20.6
伊利股份	买入	27.6	1.93	2.13	2.29	14.3	13.0	12.1
新乳业	增持	17.9	1.00	1.13	1.28	17.9	15.8	14.0
双汇发展	增持	26.6	1.54	1.59	1.65	17.3	16.7	16.1
中炬高新	增持	20.4	0.91	1.01	1.14	22.5	20.2	17.9
涪陵榨菜	买入	12.0	0.71	0.75	0.81	16.9	16.0	14.8
海天味业	买入	36.8	1.35	1.51	1.68	27.3	24.4	21.9
西麦食品	增持	30.4	1.18	1.41	1.67	25.7	21.5	18.2
广州酒家	增持	14.5	0.95	1.00	1.04	15.3	14.5	14.0
甘源食品	买入	47.8	3.54	4.26	4.93	13.5	11.2	9.7
劲仔食品	增持	10.9	0.59	0.67	0.77	18.5	16.3	14.2
天味食品	增持	16.0	0.64	0.74	0.84	25.0	21.6	19.0

数据来源：iFind、开源证券研究所（收盘价日期为 2026 年 5 月 15 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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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