

2026年10月16日

南方乳业（920196.BJ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 9月28日有一只北交所新股“南方乳业”申购，发行价格为14.21元/股、发行市盈率为9.71倍（每股收益按照2025年度经会计师事务所依据中国会计准则审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润除以本次发行前总股本计算）。

◆ 南方乳业（920196.BJ）：公司主要从事乳制品及含乳饮料的制造与销售业务。公司2023-2025年分别实现营业收入18.05亿元/18.17亿元/18.39亿元，YOY依次为14.57%/0.66%/1.21%；实现归母净利润2.00亿元/2.10亿元/2.21亿元，YOY依次为15.45%/4.97%/5.45%。据预测，2026年1-9月公司营业收入较2025年同期增长2.71%至3.62%，归母净利润则同比减少3.66%至9.34%。

① **投资亮点：1、背靠贵阳市国资委，公司在奶源、渠道、产品等领域竞争力突出，成为贵州本土乳企“领头羊”。**公司是贵阳农投集团控股的国有乳制品企业、实际控制人为贵阳市国资委；依托国资背景赋予的平台资源、信用背书及资金支持，公司在奶源布局、渠道拓展、产品研发及品牌建设等维度形成显著竞争优势。具体来看：（1）稳定安全的奶源供给。公司在贵州省内建设自有牧场的同时，亦通过控股、并购等方式在陕西、甘肃等黄金奶源带布局稳定可靠的省外奶源基地，当前省内外合计已有6座生态牧场投产运营、另有1座牧场处于在建阶段；与此同时，公司持续自澳大利亚、新西兰引进数百头优质高产荷斯坦奶牛及上万头娟姗奶牛，截至报告期末，娟姗奶牛存栏量超900头，荷斯坦奶牛存栏量突破1.8万头。（2）体系完善的营销布局。公司营销网络覆盖贵州全省88个县政区和100%的乡镇市场，销售渠道深入全省上万家便利店、超市等终端场景。（3）多样化、高品质的产品体系。除常温纯牛奶、低温酸奶、低温鲜奶、含乳饮料等品类外，公司持续推出乳酸菌饮品、核桃乳、冰淇淋等新品以拓宽产品矩阵；同时依托优质奶源基础，陆续打造出如乳蛋白含量4.0g/100ml的“花都牧场”娟姗富硒纯牛奶和“我有免疫球蛋白”系列低温鲜奶等蛋白质含量高、营养物质丰富的高品质产品。凭借上述多重优势，公司在贵州区域市场构筑起较高竞争壁垒；根据招股书测算，2024年公司在贵州省市场占有率约达70%。**2、公司采取“自主品牌扩张+省外品牌参股投资”双路径，持续加码线上电商渠道与省外市场的业务拓展。**（1）公司依托自有品牌开拓省外市场与电商渠道；其中在产品研发上，重点攻关长效保鲜技术、拓宽产品销售半径，同时开发带有“黔味”特色的乳制品，塑造差异化品牌形象；在冷链物流上，公司已搭建通达多省的物流线路，并在省外布局二次物流网络，以保障推进渠道下沉，同时计划于重庆设立西南地区分仓，重点服务川渝等地业务。（2）公司以省外品牌收购作为拓展省外业务另一路径；例如为拓展重庆市场需要，公司2023年参股投资了重庆地区知名乳制品制造和销售企业光大乳业，以股东身份参与光大乳业的管理、共享销售策略，并借助光大乳业在当地成熟的分销渠道与品牌影响力，落地公司产品销售。截至目前，公司产品已推广至湖南、四川、重庆、广西、云南、广东、海南等周边省市市场，并依托电商渠道实现全国范围销售；财务数据显示，报告期内公司省外业务与电商渠道收入逐年增长，2025年两项业务合计突破1.35亿元。

② **同行业上市公司对比：**根据业务的相似性，选取伊利股份、光明乳业、新乳

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	185.19
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

分析师

戴箴箴

SAC执业证书编号：S0910526030001
daizhengzheng@huajinsc.cn

相关报告

华金证券-新股-新股专题覆盖报告（皇冠新材）-2026年127期-总第764期 2026.10.15
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（联亚药业）-2026年124期-总第761期 2026.10.15
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（莫森泰克）-2026年125期-总第762期 2026.10.15
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（粤芯半导体）-2026年122期-总第759期 2026.10.13
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（宇特光电）-2026年123期-总第760期 2026.10.9



业、三元股份、皇氏集团、天润乳业、燕塘乳业、庄园牧场、阳光乳业为南方乳业的可比上市公司。从上述可比公司来看，2025 年可比上市公司的平均收入规模为 182.90 亿元，平均销售毛利率为 25.42%；相较而言，公司营收规模未及可比公司平均，但销售毛利率处于同业的中高位区间。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2023A	2024A	2025A
主营收入(百万元)	1,804.9	1,816.7	1,838.6
同比增长(%)	14.57	0.66	1.21
营业利润(百万元)	218.4	219.7	233.0
同比增长(%)	11.55	0.61	6.06
归母净利润(百万元)	199.8	209.7	221.1
同比增长(%)	15.45	4.97	5.45
每股收益(元)	1.33	1.40	1.47

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、南方乳业	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	7
（四）募投项目投入	8
（五）同行业上市公司指标对比	8
（六）风险提示	9

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：中国奶类产量（万吨）	5
图 6：全国主产区生鲜乳平均收购价格（元/kg）	6
图 7：中国乳制品市场零售规模（亿元人民币）	6
图 8：2017-2022 年全国乳制品终端渠道销售对比（%）	7
表 1：公司 IPO 募投项目概况	8
表 2：同行业上市公司指标对比	9

一、南方乳业

公司主要从事乳制品及含乳饮料的制造与销售业务。报告期内，公司集乳制品、乳饮料的研发、生产、销售以及奶畜养殖于一体，主要产品包括各类低温乳制品（巴氏杀菌乳、发酵乳、低温调制乳）、常温乳制品（灭菌乳、调制乳）、含乳饮料、其他乳制品及生鲜乳等。

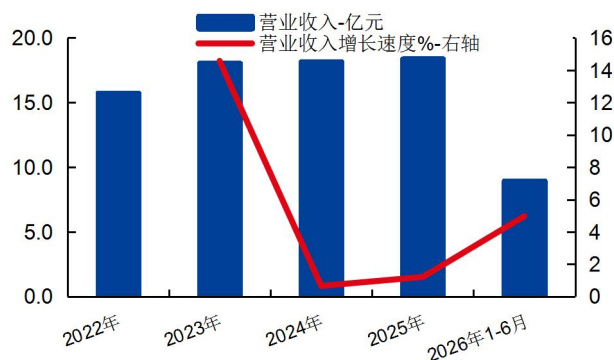
目前公司拥有“山花”、“花都牧场”、“花溪老酸奶”、“贵草”等乳制品品牌，并先后获得“贵州省名牌产品”、“贵州省食品工业著名品牌”、“贵州省优质农产品”、“贵州省名牌农产品”等荣誉称号。公司是贵阳市“专精特新”中小企业和农业产业化国家重点龙头企业，也是贵州省第一家获得“学生饮用奶生产认证”的企业，曾荣获“2023 年度乳制品生产企业现代化等级评价AAAAA 级（5A 级）企业”、“中国乳业科技创新典范企业”、“改革开放 40 周年·成长在贵州——十佳创新成长型企业”、“中国奶业优秀乳品加工企业——最具影响力品牌企业”、“国家绿色工厂”、“2024 中国农业企业 500 强”、“2024 中国农业企业奶业 20 强”、“2024 乳业科技创新企业”等殊荣，已成为贵州地区最具影响力的乳品企业和品牌之一。

（一）基本财务状况

公司 2023-2025 年分别实现营业收入 18.05 亿元/18.17 亿元/18.39 亿元，YOY 依次为 14.57%/0.66%/1.21%；实现归母净利润 2.00 亿元/2.10 亿元/2.21 亿元，YOY 依次为 15.45%/4.97%/5.45%。据最新财务报告，公司 2026 年 1-6 月营业收入为 8.96 亿元、较 2025 年同期增长 4.97%，归母净利润为 1.03 亿元、较 2025 年同期减少 16.08%。

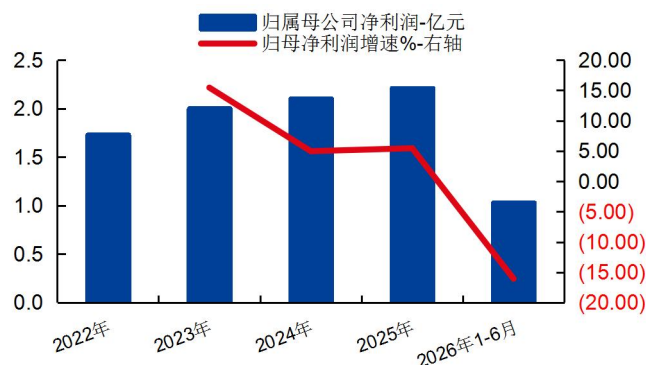
2025 年，公司收入按产品类别可分为三大板块，分别为乳制品（18.01 亿元，占 2025 年营收的 97.93%）、乳饮料（0.27 亿元，占 2025 年营收的 1.46%）、其他（0.03 亿元，占 2025 年营收的 0.15%）。2023-2025 年，乳制品始终为公司主要收入来源，对应收入占比稳定在 95% 以上；而在乳制品当中，又以常温乳制品为主，每年稳定为公司贡献六成以上收入。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：iFind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



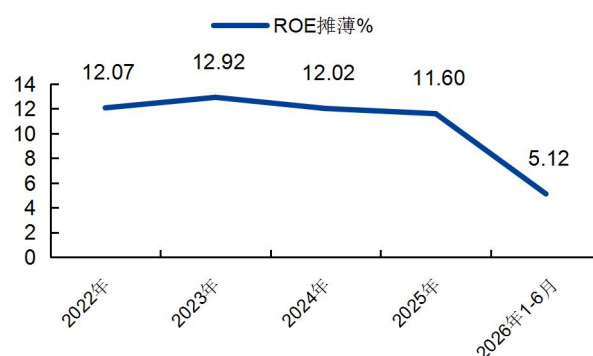
资料来源：iFind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：iFind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：iFind，华金证券研究所

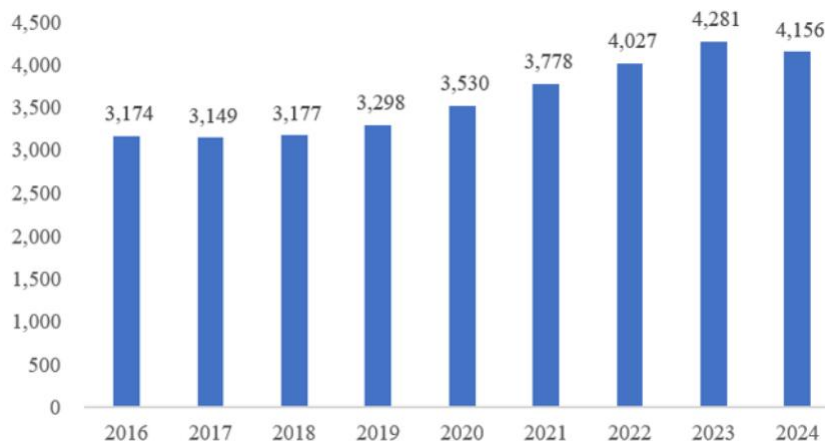
（二）行业情况

1、乳制品行业

中国乳制品行业于上世纪九十年代开始快速发展，2008 年乳制品行业多年高速发展带来的品质问题爆发，消费者对国产乳制品的消费信心骤降，行业陷入信任危机。2008 年后，政府及相关部门颁布了多项政策，规范行业发展。2010 年以来，受益于中国经济的强劲增长、国民生活水平逐渐提高等宏观因素和消费者健康意识不断提升、乳制品分销网络日趋完善等行业因素的影响，中国乳制品行业一直保持稳健的发展态势。与此同时，在乳制品工业的带动下，位于乳制品行业产业链上游的奶牛养殖和牧草种植业也得到了大力发展，在拓宽农民增收渠道、提高农民生活水平及建设现代化农业中发挥了重要的作用。

从产量上看，据国家统计局数据统计，近年来我国奶类产量整体呈上升趋势，于 2023 年达到高点；2024 年因为生鲜乳市场供需失衡，导致生鲜乳价格持续下行，奶类产量小幅下降。2024 年下半年以来，随着《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》等促进奶业纾困、稳定基础产能的政策出台，预计奶牛养殖行业 2026 年有望重回供需平衡。

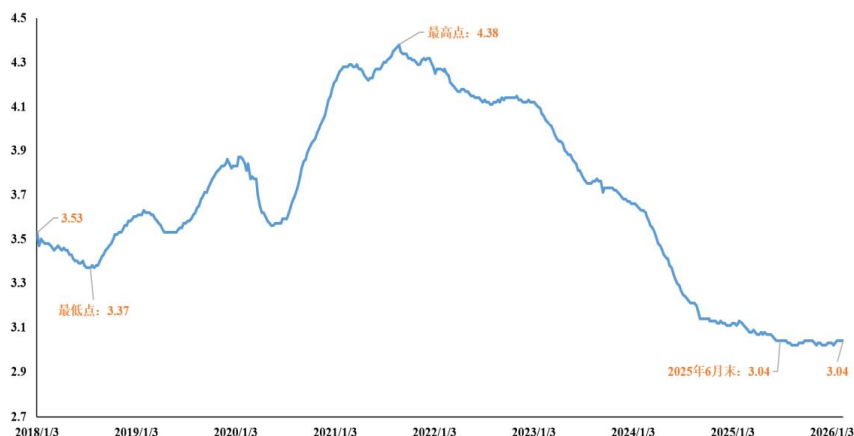
图 5：中国奶类产量（万吨）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

价格方面，据农业农村部数据统计，2018-2021 年，我国生鲜乳价格呈现整体上涨趋势，主产区平均生鲜乳收购价格由 2018 年最低时的 3.37 元/公斤上涨至 2021 年最高时的 4.38 元/公斤，2022 年以来受供给提升影响，生鲜乳收购价格持续下降，由 2022 年初的 4.25 元/公斤下跌至 2025 年 6 月末的 3.04 元/公斤，下跌幅度达到 28.47%；2025 年下半年以来生鲜乳市场整体接近供需平衡状态，价格稳定在 3.02-3.04 元/公斤区间。出于对食品安全、长期稳定以及原奶成本浮动的考虑，各大乳企近年来持续加大对奶源的控制力度，行业供应链管控增强、产业链一体化布局趋势日趋明显。

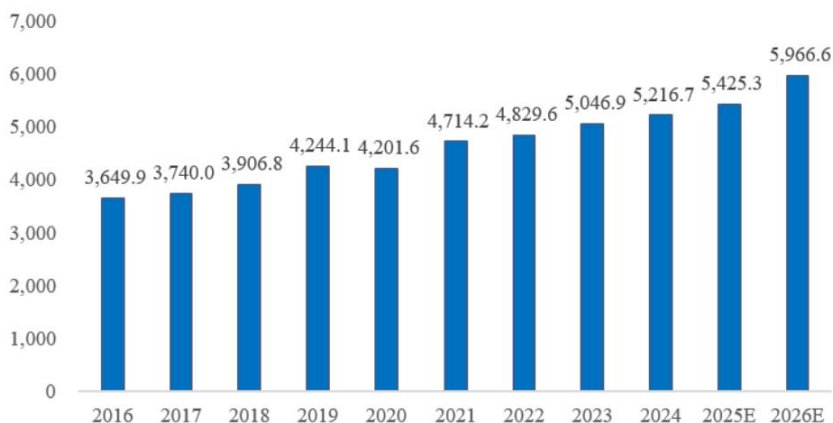
图 6：全国主产区生鲜乳平均收购价格（元/kg）



资料来源：农业农村部，华金证券研究所

目前，乳制品作为营养健康食品正在成为越来越多消费者的选择，根据《中国奶业质量报告（2025）》我国 2024 年人均乳制品消费量折合生鲜乳达到 40.5 千克。随着大众健康意识的不断提升，消费者对乳制品的质量、营养要求也在不断提高，乳制品市场持续向品质化发展。从纯牛奶市场来看，目前市场已出现每 100ml 含 4.0g 乳蛋白的高品质牛奶，显著超过《食品安全国家标准灭菌乳》（GB25190-2010）中规定的纯牛奶中的蛋白质含量需 $\geq 2.9\text{g}/100\text{ml}$ 的标准。据灼识咨询统计，2024 年，中国乳制品市场零售规模达到约 5,216.70 亿元，预计将于 2026 年达到 5,966.60 亿元。

图 7：中国乳制品市场零售规模（亿元人民币）



资料来源：灼识咨询，华金证券研究所

与此同时，乳制品行业的销售渠道主要仍以线下为主；线下渠道可以直观地向消费者展示公司及产品形象，符合传统消费习惯，也更有利于低温乳制品在区域市场的储藏、运输和销售。尽管线下渠道的搭建需要时间，但一旦成熟，便拥有相对较高的竞争壁垒。

相对而言，线上渠道的优势在于不受地域限制，门槛较低，可借助互联网快速实现品牌及产品覆盖；得益于扁平化的渠道结构，线上渠道往往能带来更大的价格优势。随着品牌对消费者的信息传播和沟通趋向线上化，更多实体门店的营销方式也正在转移至线上，以短视频、直播、私域运营等数字营销方式协助乳制品的推广与市场扩张。据 Euromonitor（欧睿咨询）数据统计，2022 年乳制品线上及线下零售额占比分别为 17.50% 和 82.50%，线下传统超市和特大型卖场仍是目前乳制品最主要的零售渠道，但线上渠道和其他新零售渠道消费增速较快。在消费升级的背景下，未来乳制品线上线下全渠道融合趋势将不断深化，新兴的数字化营销方式及新零售渠道也将促进乳制品市场走向新高度。

图 8：2017-2022 年全国乳制品终端渠道销售对比（%）



资料来源：Euromonitor，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、背靠贵阳市国资委，公司在奶源、渠道、产品等领域竞争力突出，成为贵州本土乳企“领头羊”。公司是贵阳农投集团控股的国有乳制品企业、实际控制人为贵阳市国资委；依托国资背景赋予的平台资源、信用背书及资金支持，公司在奶源布局、渠道拓展、产品研发及品牌建设等维度形成显著竞争优势。具体来看：（1）稳定安全的奶源供给。公司在贵州省内建设自有牧场的同时，亦通过控股、并购等方式在陕西、甘肃等黄金奶源带布局稳定可靠的省外奶源基地，当前省内外合计已有 6 座生态牧场投产运营、另有 1 座牧场处于在建阶段；与此同时，公司持续自澳大利亚、新西兰引进数百头优质高产荷斯坦奶牛及上万头娟姗奶牛，截至报告期末，娟姗奶牛存栏量超 900 头，荷斯坦奶牛存栏量突破 1.8 万头。（2）体系完善的营销布局。公司营销网络覆盖贵州全省 88 个县政区和 100% 的乡镇市场，销售渠道深入全省上万家便利店、超市等终端场景。（3）多样化、高品质的产品体系。除常温纯牛奶、低温酸奶、低温鲜奶、含乳饮料等品类外，公司持续推出乳酸菌饮品、核桃乳、冰淇淋等新品以拓宽产品矩阵；同时依托优质奶源基础，陆续打造出如乳蛋白含量 4.0g/100ml 的“花都牧场”娟姗富硒纯牛奶和“我有免疫球蛋白”系列

低温鲜奶等蛋白质含量高、营养物质丰富的高品质产品。凭借上述多重优势，公司在贵州区域市场构筑起较高竞争壁垒；根据招股书测算，2024 年公司在贵州省市场占有率约达 70%。

2、公司采取“自主品牌扩张+省外品牌参股投资”双路径，持续加码线上电商渠道与省外市场的业务拓展。（1）公司依托自有品牌开拓省外市场与电商渠道；其中在产品研发上，重点攻关长效保鲜技术、拓宽产品销售半径，同时开发带有“黔味”特色的乳制品，塑造差异化品牌形象；在冷链物流上，公司已搭建通达多省的物流线路，并在省外布局二次物流网络，以保障推进渠道下沉，同时计划于重庆设立西南地区分仓，重点服务川渝等地业务。（2）公司以省外品牌收购作为拓展省外业务另一路径；例如为拓展重庆市场需要，公司 2023 年参股投资了重庆地区知名乳制品制造和销售企业光大乳业，以股东身份参与光大乳业的管理、共享销售策略，并借助光大乳业在当地成熟的分销渠道与品牌影响力，落地公司产品销售。截至目前，公司产品已推广至湖南、四川、重庆、广西、云南、广东、海南等周边省市市场，并依托电商渠道实现全国范围销售；财务数据显示，报告期内公司省外业务与电商渠道收入逐年增长，2025 年两项业务合计突破 1.35 亿元。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目。

1、威宁县南方乳业奶牛养殖基地建设项目：在公司现有奶源自供规模的基础上，该项目拟在贵州省威宁县观风海镇内建立奶源生产基地，并引进优质奶牛，进一步提升自有奶源占比；根据公司预测，项目建成后牧场奶牛存栏数可达到 10,000 头，年产鲜奶约 55,270.00 吨。

2、贵州南方乳业股份有限公司营销网络建设项目：该项目资金拟用于公司营销网络建设，以帮助公司通过媒体宣传、品牌策划设计和推广、自媒体和电商平台运营、新媒体推广、终端市场活化、自营专卖店和加盟店建设、省内外渠道拓展、鲜奶品类宣传、冷链建设、团队建设，进而增强综合营销和服务水平，提高公司品牌影响力。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集 资金(万元)	项目建 设期
1	威宁县南方乳业奶牛养殖基地建设项目	44,367.20	40,000.00	2 年
2	贵州南方乳业股份有限公司营销网络建设项目	51,472.19	15,000.00	3 年
	总计	95,839.39	55,000.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

公司专注于乳制品及含乳饮料领域；依照公司发行公告中所引用的中证指数发布数据，截至 2026 年 9 月 22 日，公司所属的“C14 食品制造业”最近一个月静态平均市盈率为 21.45 倍。根据管理层初步预测，公司预计 2026 年 1-9 月实现营业收入 13.60 亿元至 13.72 亿元，较 2025 年同期增长 2.71%至 3.62%；预计实现归母净利润 1.60 亿元至 1.70 亿元，较 2025 年同期减少

3.66%至 9.34%；预计实现扣非归母净利润 1.55 亿元至 1.67 亿元，较 2025 年同期减少 4.86%至 11.68%。

根据业务的相似性，选取伊利股份、光明乳业、新乳业、三元股份、皇氏集团、天润乳业、燕塘乳业、庄园牧场、阳光乳业为南方乳业的可比上市公司。从上述可比公司来看，2025 年可比上市公司的平均收入规模为 182.90 亿元，平均销售毛利率为 25.42%；相较而言，公司营收规模未及可比公司平均，但销售毛利率处于同业的中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-2025 年	2025 年营业收入(亿元)	2025 年 营收增速	2025 年归 母净利润 (亿元)	2025 年归 母净利润 增速	2025 年 销售毛利 率	2025 年 ROE (摊薄)
600887.SH	伊利股份	1,777.43	15.64	1,156.36	0.21%	115.65	36.82%	34.58%	21.16%
600597.SH	光明乳业	95.67	-74.74	238.95	-1.58%	-1.49	-120.67%	17.26%	-1.63%
002946.SZ	新乳业	130.82	21.81	112.33	5.33%	7.31	35.98%	29.18%	18.77%
600429.SH	三元股份	69.04	-34.49	63.40	-9.58%	-2.26	-511.56%	22.12%	-4.75%
002329.SZ	皇氏集团	32.13	-7.24	17.72	-13.36%	-4.49	34.10%	21.24%	-92.35%
600419.SH	天润乳业	28.05	75.30	27.52	-1.87%	0.41	-4.99%	16.06%	1.69%
002732.SZ	燕塘乳业	22.00	46.47	15.86	-8.47%	0.58	-43.94%	24.87%	3.82%
002910.SZ	庄园牧场	19.21	-29.20	9.21	3.44%	-0.74	55.24%	24.01%	-7.31%
001318.SZ	阳光乳业	47.97	42.15	4.77	-8.15%	1.04	-8.81%	39.46%	7.16%
平均值		246.92	40.28	182.90	-3.78%	12.89	-58.65%	25.42%	-5.94%
920196.BJ	南方乳业	26.32	9.71	18.39	1.21%	2.21	5.45%	29.78%	11.60%

资料来源：iFind（数据截至日期：2026 年 10 月 15 日），华金证券研究所

备注：（1）南方乳业总市值=发行后总股本 1.8519 亿股*发行价格 14.21 元/股=26.32 亿元；（2）南方乳业发行市盈率为 9.71 倍，每股收益按照 2025 年度经会计师事务所依据中国会计准则审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润除以本次发行前总股本计算。

（六）风险提示

公司存在业绩增速放缓或下滑的风险、产品质量及食品安全管控风险、公司销售区域集中的风险、经销商渠道管理风险、环境保护风险、生产性生物资产大额损失的风险、原材料价格波动的风险、行业负面报道对乳品行业带来不利影响的风险、行业竞争加剧的风险、奶牛养殖发生规模化疫病的风险、长期股权投资减值的风险等。

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

李蕙、戴箴箴声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn