

2025 年 07 月 23 日

北交所乳业：活牛价格反弹先行，原奶周期拐点在即，产业链公司或迎改善

——北交所行业主题报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 生鲜乳：大约 8 年一个周期，近年需求疲软，2025 年或迎来拐点

上一轮奶价周期：2014 年 2 月达到最高值，4.27 元/公斤，2014 年年初生鲜乳价格进入下行周期，2015 年后维持在低位震荡，约 3.4 元/公斤，影响行业企业盈利水平，大中型牧场扩栏意愿减弱、小型牧场退出市场。本轮奶价周期：2018 年开始，2021 年 8 月底达到最高值 4.38 元/公斤；此后奶价开始进入下行周期，2025 年 7 月 10 日价格达到 3.04 元/公斤。原奶的供应有向头部集中的趋势。2025 年以来，活牛价格出现反弹。整体上，我国乳制品产量由 2014 年 2,651.8 万吨增长至 2024 年的 2,961.8 万吨，年均复合增长率为 1.11%。

● 乳制品具有较长的产业链，原奶布局在西北、华北等集中度在提高

乳制品行业具有较长的产业链，涵盖饲草饲料、奶牛养殖、乳制品加工、终端销售等多个环节。地域分布上看，我国存续乳制品企业主要集中在江苏、浙江、广东、山东等东部沿海省份。乳制品行业代表性企业主要布局在西北、华北和华东地区，以内蒙古和浙江分布最为集中，其次是新疆地区。上游原奶主要可分为生鲜乳和大包粉。生鲜乳可用于所有产品生产，主要用于 UHT 奶、常温酸奶、巴氏奶、高端奶粉、高端低温酸奶等，大包粉在营养系数、安全指标、元素含量上相对处于劣势，主要用于生产低端奶粉、乳饮料、低端低温酸奶、冰淇淋等。

● 新三板与北交所 17 家乳业相关企业，相关产业链公司或迎来业绩改善

新三板挂牌与北交所上市企业中，牛与乳业产业链主要包含 17 家。其中，骑士乳业为北交所上市企业，菊乐股份、南方乳业正在申报北交所，分别于 2025 年 6 月 30 日、2025 年 6 月 24 日进入已受理状态。

【骑士乳业】业务上形成农牧乳糖循环经济模式，一体化布局静待价值释放。2016-2024 年，公司营收保持逐渐增长趋势。2025Q1，公司营收 3.70 亿元，同比增长 55.88%，归母净利润 1065.23 万元，同比下滑 38.70%。2024 年新西兰因气候干旱导致原奶供应收紧，推高全脂奶粉价格；欧盟地区产量稳中有升，部分抵消了上涨压力。公司奶粉代工相关业务营收增长较快。

【菊乐股份】主要产品包括含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳及灭菌乳等。1996 年推出“酸乐奶”含乳饮料产品备受消费者喜爱。根据弗若斯特沙利文以及头豹研究院数据，2024 年度，公司在中国含乳饮料市场的份额为 0.82%，排名第八；公司在中国调配型酸乳饮料市场的份额为 0.97%，排名第四。2020 年通过对惠丰乳品的收购，强化了公司在全国性市场的拓展。2024 年，公司营收 16.41 亿元，同比增长 5.06%，归母净利润 2.32 亿元，同比增长 18.35%。

【南方乳业】：拥有“山花”、“花都牧场”、“花溪老酸奶”、“贵草”等乳制品品牌，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。2024 年，公司营收 18.17 亿元，同比增长 0.65%，归母净利润 2.09 亿元，同比增长 4.36%。

● 风险提示：原奶价格波动风险、宏观经济环境变动风险、市场竞争风险

相关研究报告

《布普瑞巴林口服溶液中标集采，梓笙园心理医院正式营业——北交所信息更新》-2025.7.23

《双工厂产能释放+海珍味增长快，成立新加坡子公司加速国际布局——北交所信息更新》-2025.7.23

《全域电商 SaaS 领先企业，多平台产品矩阵深化+AI 驱动——北交所信息更新》-2025.7.22

目 录

1、乳制品：代表性企业主要布局在西北、华北和华东地区.....	3
2、生鲜乳：大约 8 年一个周期，近年需求疲软，或迎来拐点.....	4
3、新三板与北交所 17 家乳业相关企业	6
3.1、骑士乳业：上游承压下游亮眼，一体化布局静待价值释放.....	7
3.2、菊乐股份：四川龙头“酸乐奶”，收购惠丰乳品拓展全国性市场	9
3.3、南方乳业：贵州乳制品“专精特新”，2024 年归母净利润 2 亿元	11
4、风险提示	12

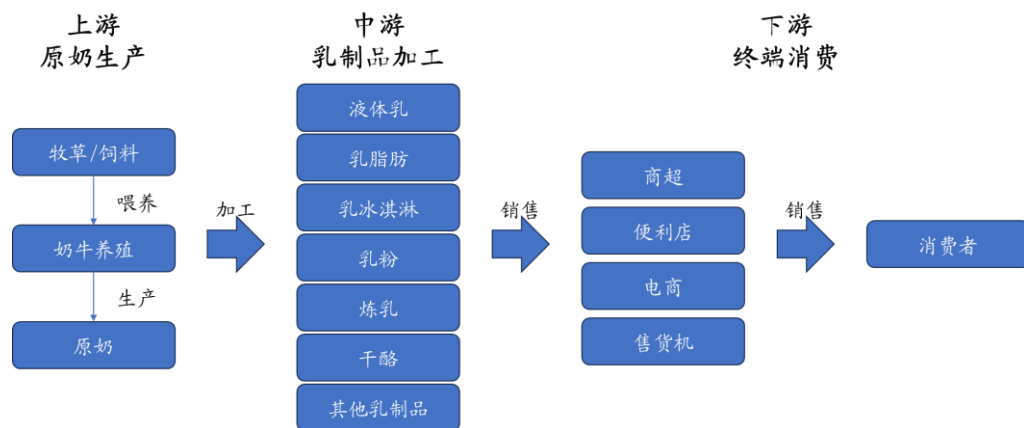
图表目录

图 1：乳制品行业具有较长的产业链	3
图 2：我国 1000 万以上注册资本的乳制品企业主要分布在东部沿海省份.....	3
图 3：我国乳制品行业代表性企业主要布局在西北、华北和华东地区	4
图 4：生鲜乳与大包粉用途侧重点存在差异.....	4
图 5：生鲜乳价格大约 8 年一个周期	5
图 6：2015 年后，奶牛存栏量出现下滑	5
图 7：我国年存量 1000 头以上的牧场数量占比逐渐提高.....	5
图 8：生鲜乳与活牛价格呈现相似的趋势（左轴：生鲜乳价格，右轴：活牛价格）	6
图 9：我国乳制品产量由 2014 年的 2,651.8 万吨增长至 2024 年的 2,961.8 万吨.....	6
图 10：骑士乳业践行农、牧、乳、糖业务协同循环经济模式.....	8
图 11：牧业、乳业、糖业为骑士乳业主要营收来源.....	8
图 12：原奶价格影响骑士乳业牧业毛利率下滑乳业上升.....	8
图 13：2024 年，骑士乳业营收 13 亿元，扣非净利润 3917 万元.....	9
图 14：菊乐股份采取“差异化大单品”的产品竞争策略.....	10
图 15：常温乳制品为菊乐股份主要营收来源.....	10
图 16：常温乳制品毛利率稳中有升	10
图 17：2024 年，菊乐股份营收 16.41 亿元，归母净利润 2.32 亿元.....	11
图 18：常温与低温乳制品为南方乳业主要收入来源.....	11
图 19：常温、低温乳制品毛利率稳中有升.....	11
图 20：2024 年，南方乳业营收 18 亿元，归母净利润 2 亿元.....	12
表 1：新三板与北交所上市企业中牛与乳业产业链主要包含 17 家.....	7

1、乳制品：代表性企业主要布局在西北、华北和华东地区

乳制品行业具有较长的产业链，涵盖饲草饲料、奶牛养殖、乳制品加工、终端销售等多个环节。

图1：乳制品行业具有较长的产业链



资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

地域分布上看，我国存续企业中经营范围含乳制品且注册资本在 1000 万元以上的企业分布比较分散，且主要集中在江苏、浙江、广东、山东等东部沿海省份。

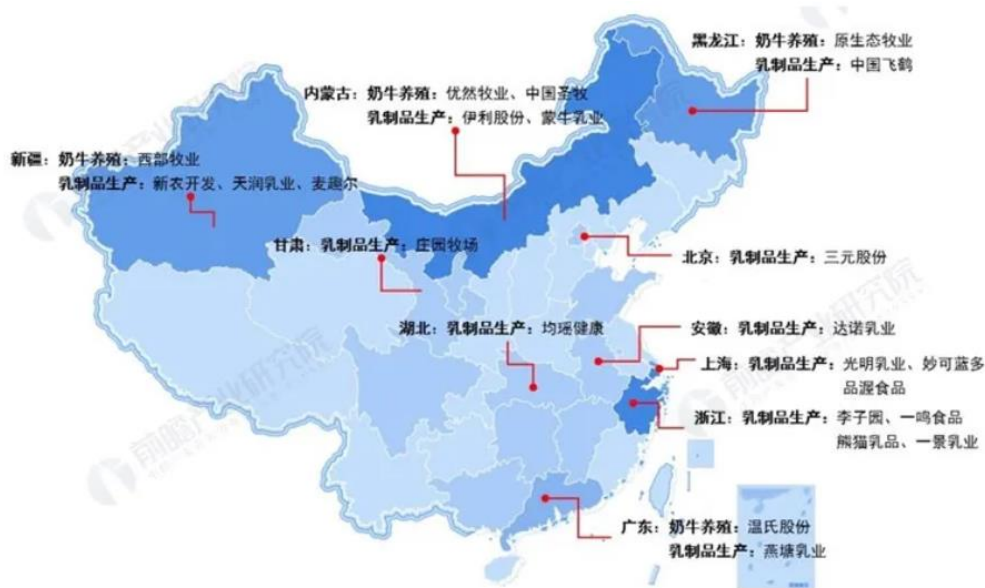
图2：我国 1000 万以上注册资本的乳制品企业主要分布在东部沿海省份



资料来源：前瞻产业研究院

从乳制品行业代表性企业的区域分布来看，企业主要布局在西北、华北和华东地区，尤以内蒙古和浙江分布最为集中，其次是新疆地区；东北地区和中南地区也有部分企业分布，西南地区企业分布较少。

图3：我国乳制品行业代表性企业主要布局在西北、华北和华东地区

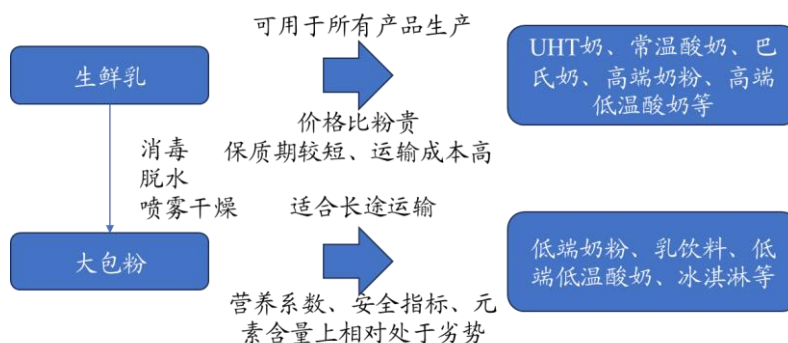


资料来源：前瞻产业研究院

上游原奶是牛奶的核心原材料，主要可分为生鲜乳和大包粉。生鲜乳是指未经加工的奶畜原奶；大包粉是生鲜乳的替代物，是鲜奶经消毒、脱水、喷雾干燥制成，使用时可按重量比 1:8，容量比 1:4，还原为原鲜奶，适合长途运输和长期保存。

两者用途侧重点存在差异。生鲜乳可用于所有产品生产，但因价格较大包粉昂贵，主要用于 UHT 奶、常温酸奶、巴氏奶、高端奶粉、高端低温酸奶等，大包粉由于在营养系数、安全指标、元素含量上相对处于劣势，用途相对有限，主要用于生产低端奶粉、乳饮料、低端低温酸奶、冰淇淋等。

图4：生鲜乳与大包粉用途侧重点存在差异



资料来源：FBIF 食品饮料创新公众号、开源证券研究所

2、生鲜乳：大约 8 年一个周期，近年需求疲软，或迎来拐点

上一轮奶价周期：2014 年 2 月达到最高值，4.27 元/公斤，2014 年年初开始，生鲜乳价格进入下行周期，2015 年后维持在低位震荡，约 3.4 元/公斤，影响行业企业盈利水平，大中型牧场扩栏意愿减弱、小型牧场退出市场。

本轮奶价周期 2018 年开始，2021 年 8 月底达到最高值 4.38 元/公斤；此后，奶价开始进入下行周期，2025 年 7 月 10 日价格跌至 3.04 元/公斤。

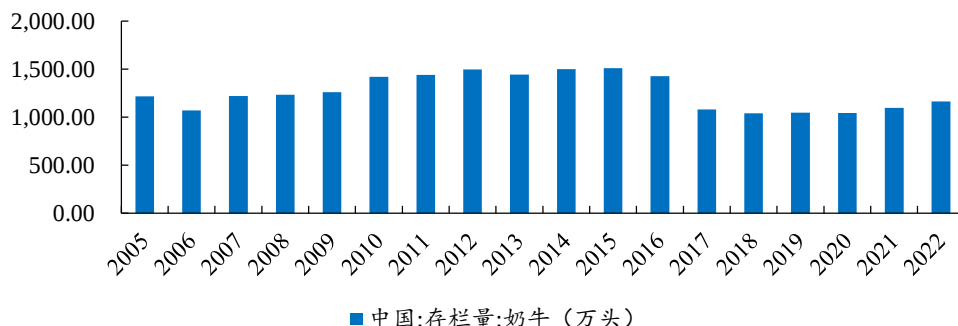
图5：生鲜乳价格大约8年一个周期



数据来源：农业农村部、Wind、开源证券研究所

奶价低迷叠加环保去产能，2015年后，奶牛存栏量出现下滑。

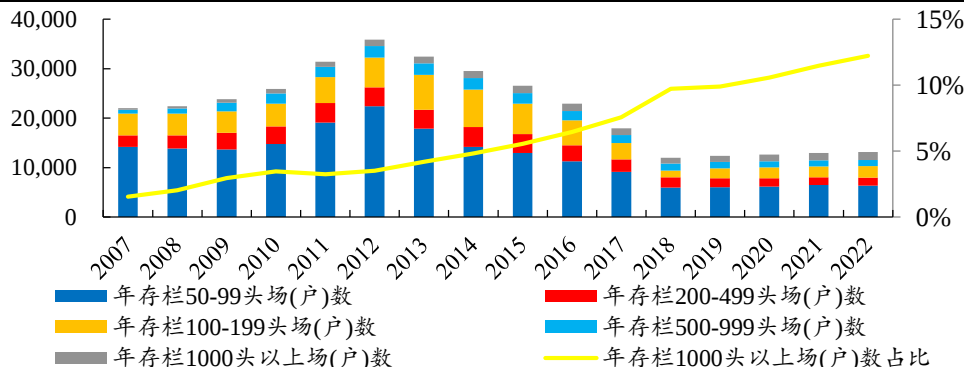
图6：2015年后，奶牛存栏量出现下滑



数据来源：中国奶业年鉴、Wind、开源证券研究所

2018年中央加大环保督查力度，诸多牧场因环保不达标而关停。原奶的供应有向头部集中的趋势。从我国奶牛饲养规模来看，年存量1000头以上的牧场数量占比逐渐提高，2022年达到12%。

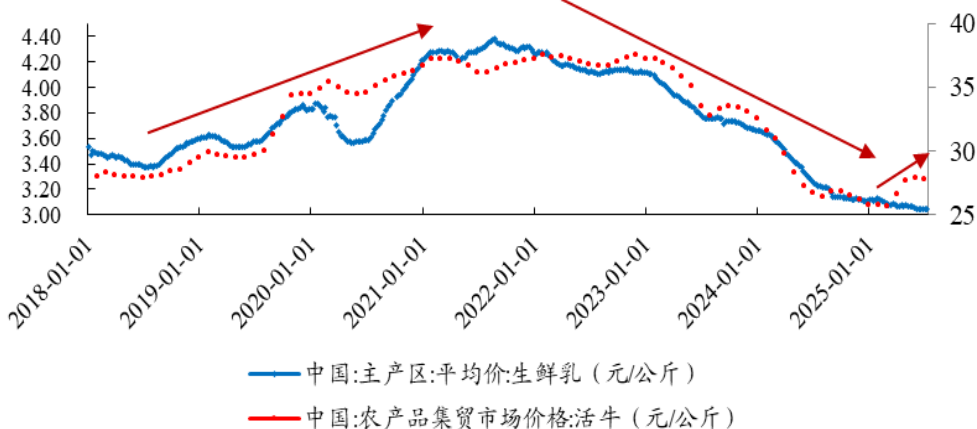
图7：我国年存量1000头以上的牧场数量占比逐渐提高



数据来源：中国畜牧兽医年鉴、Wind、开源证券研究所

生鲜乳与活牛价格呈现相似的趋势。2025 年以来，活牛价格出现反弹。

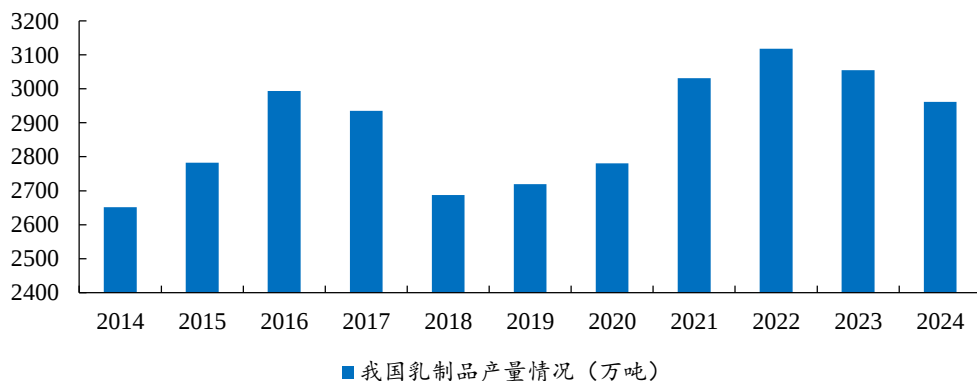
图8：生鲜乳与活牛价格呈现相似的趋势（左轴：生鲜乳价格，右轴：活牛价格）



数据来源：国家统计局、农业农村部、Wind、开源证券研究所

产量上看，2028 年，“三聚氰胺”事件后，随着国家对乳品行业的整顿及企业对安全生产意识的强化，中国乳品行业进入复苏期，行业产量、产值和销售收入均呈现缓慢平稳回升态势，国内乳制品消费市场开始回暖。我国乳制品产量由 2014 年的 2,651.8 万吨增长至 2024 年的 2,961.8 万吨，年均复合增长率为 1.11%。

图9：我国乳制品产量由 2014 年的 2,651.8 万吨增长至 2024 年的 2,961.8 万吨



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

3、新三板与北交所 17 家乳业相关企业

新三板挂牌与北交所上市企业中，牛与乳业产业链主要包含 17 家：ST 金宇农、ST 骏华、听牧肉牛、华瑞农业、菊乐股份、牧同科技、南方乳业、骑士乳业、赛科星、上陵牧业、大牧汗、荷金股份、羊羊股份、康远股份、一景乳业、北辰科技、永和荣达。

其中，骑士乳业为北交所上市企业，菊乐股份、南方乳业正在申报北交所，分别于 2025 年 6 月 30 日、2025 年 6 月 24 日进入已受理状态。

表1：新三板与北交所上市企业中牛与乳业产业链主要包含 17 家

类别	代码	简称	业务	层级/板块	2024 年营 收（亿元）	2024 年归母 净利润（万元）
牛养殖	834179.NQ	赛科星	存栏奶牛、进口冻精、奶牛母犊、胚胎、普通冻精、生鲜乳、 饲草料、性控冻精	基础层	39.49	-19,459.46
	870144.NQ	荷金股份	冻精销售、分布式生物有机物处理、牛肉深加工产品、排酸冻 品分割牛肉、肉牛繁育、肉牛育肥	基础层	0.03	-7,876.09
	873875.NQ	北辰科技	北辰科技复合预混合饲料、北辰科技奶牛及肉牛系列饲料、北 辰科技肉羊系列饲料、北辰科技生物饲料、北辰科技猪系列饲 料	创新层	6.22	1,583.71
	874247.NQ	永和荣达	奶牛添加剂预混合饲料、肉牛添加剂预混合饲料、肉羊添加剂 预混合饲料	基础层	0.27	-1,791.57
牛肉	832151.NQ	听牧肉牛	牛肉	创新层	2.73	-2,995.49
	839884.NQ	大牧汗	冷冻羔羊肉串、冷冻牛排、冷冻切片牛羊肉、明治雪糕、全福 德牌糖葫芦、小肥羊汤类调味料、伊利雪糕、鱼极牌鱼丸肉丸	创新层	2.64	1,074.48
	873033.NQ	康远股份	牛肉、羊肉	创新层	5.77	-1,820.43
	832555.NQ	ST 金字农	生鲜乳	基础层	6.40	-39,430.64
生鲜乳 /乳制 品	830851.NQ	ST 骏华	生鲜乳	基础层	2.03	-34,598.31
	833462.NQ	华瑞农业	生鲜乳	创新层	1.69	759.64
	430505.NQ	上陵牧业	生鲜乳	基础层	4.06	-33,597.37
	874569.NQ	菊乐股份	巴氏杀菌乳产品、发酵乳产品、含乳饮料产品、灭菌乳产品	创新层	16.41	23,245.08
	873518.NQ	牧同科技	巴氏奶(低温)、发酵乳(常温)、发酵乳(低温)、灭菌乳(常温)、 生鲜乳	创新层	2.47	-2,336.98
	874142.NQ	南方乳业	常温乳制品、低温乳制品、含乳饮料、其他乳制品、生鲜乳	创新层	18.17	20,911.36
	832786.BJ	骑士乳业	白砂糖及其副产品、乳制品及含乳饮料、有机生鲜乳	北交所	12.97	-769.51
	870122.NQ	一景乳业	牛奶、酸牛奶	基础层	1.81	-2,509.08

资料来源：Wind、开源证券研究所

3.1、骑士乳业：上游承压下游亮眼，一体化布局静待价值释放

骑士乳业 2023 年 10 月 13 日在北交所上市。

骑士乳业主营有机生鲜乳、乳制品及含乳饮料、白砂糖及其副产品，按营收归为四成牧业、三成乳业、三成糖业和支持业务协同的农业四个板块，形成农牧乳糖副产物内循环。

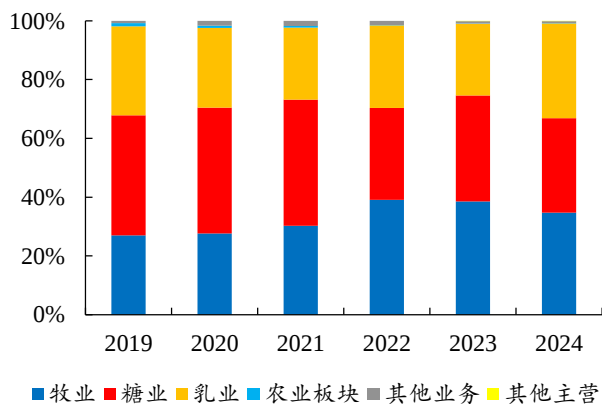
图10：骑士乳业践行农、牧、乳、糖业务协同循环经济模式



资料来源：骑士乳业招股说明书、骑士乳业官网、蒙牛官网、开源证券研究所

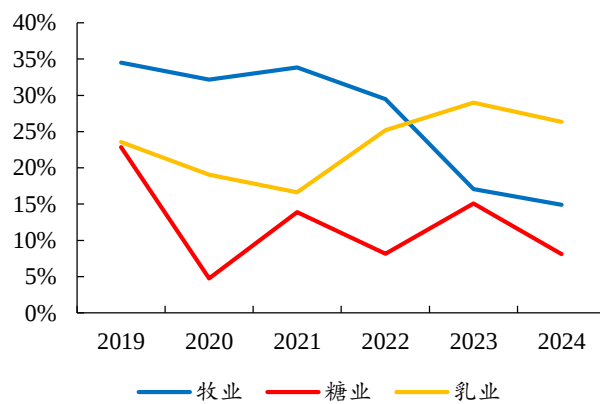
公司产品分类可以归为牧业、乳业、糖业和农业四个板块。

图11：牧业、乳业、糖业为骑士乳业主要营收来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：原奶价格影响骑士乳业牧业毛利率下滑乳业上升

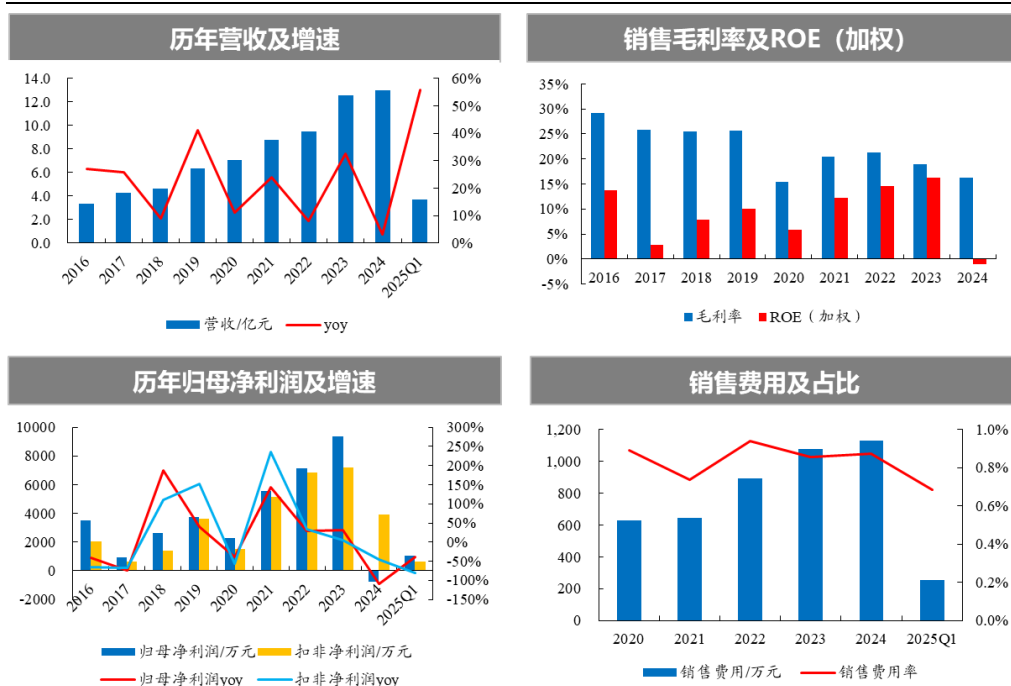


数据来源：Wind、开源证券研究所

2016-2024 年，公司营收保持逐渐增长趋势。2024 年，公司营收 12.97 亿元，同比增长 3.22%，归母净利润-769.51 万元，扣非净利润 3916.60 万元，同比下滑 45.73%；2025Q1，公司营收 3.70 亿元，同比增长 55.88%，归母净利润 1065.23 万元，同比下滑 38.70%，扣非归母净利润 647.97 万元，同比下滑 80.31%。主要影响因素为：2024 年，生鲜乳销售价格较 2023 年有所下降；公司进行期货交易亏损，投资收益-3776.94 万元；售牛价格持续低迷，公司资产处置收益-2212.99 万元。

全球乳制品价格近期呈现震荡走势，受新西兰、欧盟等主要产区产量波动影响。2024 年新西兰因气候干旱导致原奶供应收紧，推高全脂奶粉价格；而欧盟地区产量稳中有升，部分抵消了上涨压力。饲料方面，玉米、大豆等饲料价格较 2024 年高位有所回落。

图13：2024 年，骑士乳业营收 13 亿元，扣非净利润 3917 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、菊乐股份：四川龙头“酸乐奶”，收购惠丰乳品拓展全国性市场

菊乐股份主营业务为含乳饮料及乳制品的研发、生产和销售。公司的主要产品包括含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳及灭菌乳等。

公司多项产品被列入四川省和成都市“地方名优产品推荐目录”，并获四川名牌产品称号；惠丰乳品的嚼酸奶系列产品入选国家级食品工业“三品”专项行动典型成果名单（黑龙江省）。公司连续多年荣获农业农村部、国家发改委、财政部、证监会等八部委颁发的“农业产业化国家重点龙头企业”称号，并获得“中国学生饮用奶生产企业”“四川省农业产业化重点龙头企业”等荣誉；子公司惠丰乳品获得“省级专精特新中小企业”“农业产业化省级重点龙头企业”等称号。

公司深耕含乳饮料及乳制品生产领域二十余年，以“坚持使用生牛乳”为产品生产原则，采取“差异化大单品”的产品竞争策略，积极开发培育创新型产品，持续深化品牌建设。自 1996 年推出的“酸乐奶”含乳饮料产品备受消费者的喜爱，占据了核心市场的领先地位；“嚼酸奶”及“打酸奶”等发酵乳产品分别凭借其丰富的口感以及健康的产品理念获得市场认可；“打牛奶”及有机系列巴氏杀菌乳产品以高品质奶源为依托，为消费者带来健康新鲜的乳品消费体验；灭菌乳产品作为传统日常高频消费乳品，依靠其稳定的品质在市场保有一席之地。

图14：菊乐股份采取“差异化大单品”的产品竞争策略



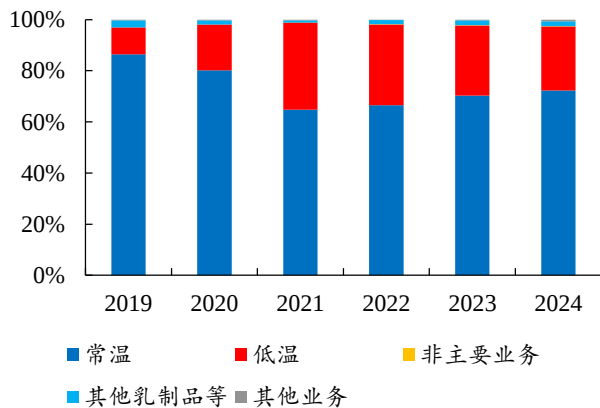
资料来源：菊乐股份招股书

根据弗若斯特沙利文以及头豹研究院数据，2024 年度，公司在中国含乳饮料市场的份额为 0.82%，排名第八；公司在中国调配型酸乳饮料市场的份额为 0.97%，排名第四。

公司高度重视生鲜乳原料品质，通过与西北地区规模化牧场的合作，保障生鲜乳供应品质及稳定性，并向上游养殖行业延伸探索，逐步提高生鲜乳自给率，围绕“渠道下沉”及“区域突破”为公司未来盈利增长打好基础，2020 年通过对惠丰乳品的收购，强化了公司在全中国市场的拓展。

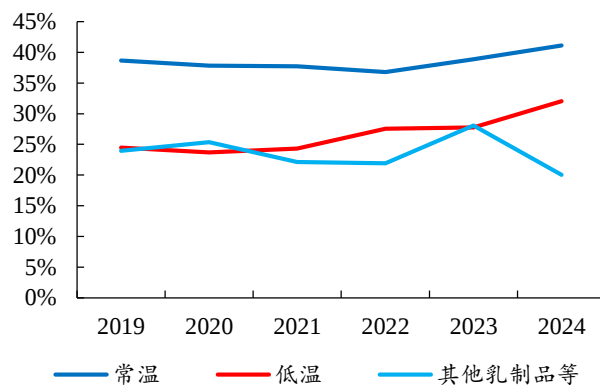
公司的主要产品可分为含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳及灭菌乳四大类。

图15：常温乳制品为菊乐股份主要营收来源



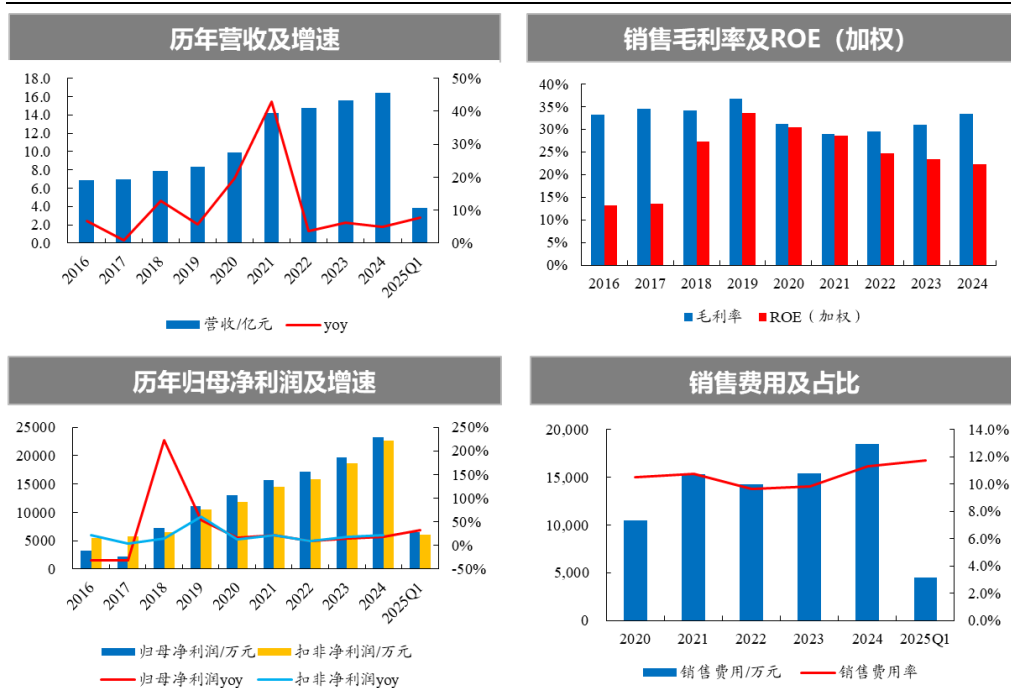
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：常温乳制品毛利率稳中有升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2016-2024 年，公司营收保持逐年增长趋势。2024 年，公司营收 16.41 亿元，同比增长 5.06%，归母净利润 2.32 亿元，同比增长 18.35%；2025Q1，公司营收 3.86 亿元，同比增长 7.81%，归母净利润 6,531.81 万元，同比增长 32.85%。2024 年的毛利率、归母净利率分别为 33.46%、14.16%。

图17：2024 年，菊乐股份营收 16.41 亿元，归母净利润 2.32 亿元


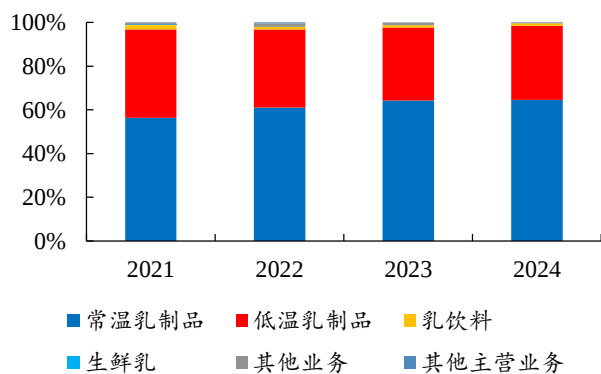
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、南方乳业：贵州乳制品“专精特新”，2024 年归母净利润 2 亿元

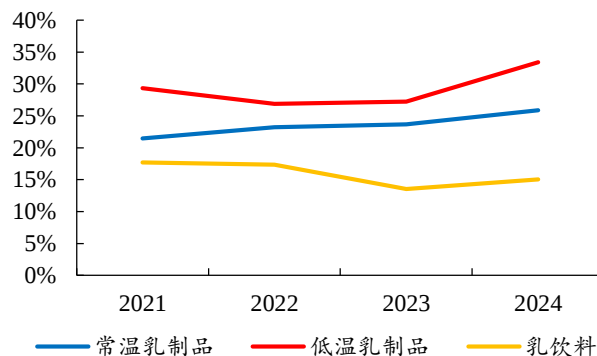
南方乳业主要从事乳制品及含乳饮料的制造与销售业务，主要产品包括各类低温乳制品（巴氏杀菌乳、发酵乳、低温调制乳）、常温乳制品（灭菌乳、调制乳）、含乳饮料、其他乳制品及生鲜乳等。

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。

公司主要产品包括低温乳制品、常温乳制品、含乳饮料及其他乳制品，并对外销售部分生鲜乳。

图18：常温与低温乳制品为南方乳业主要收入来源


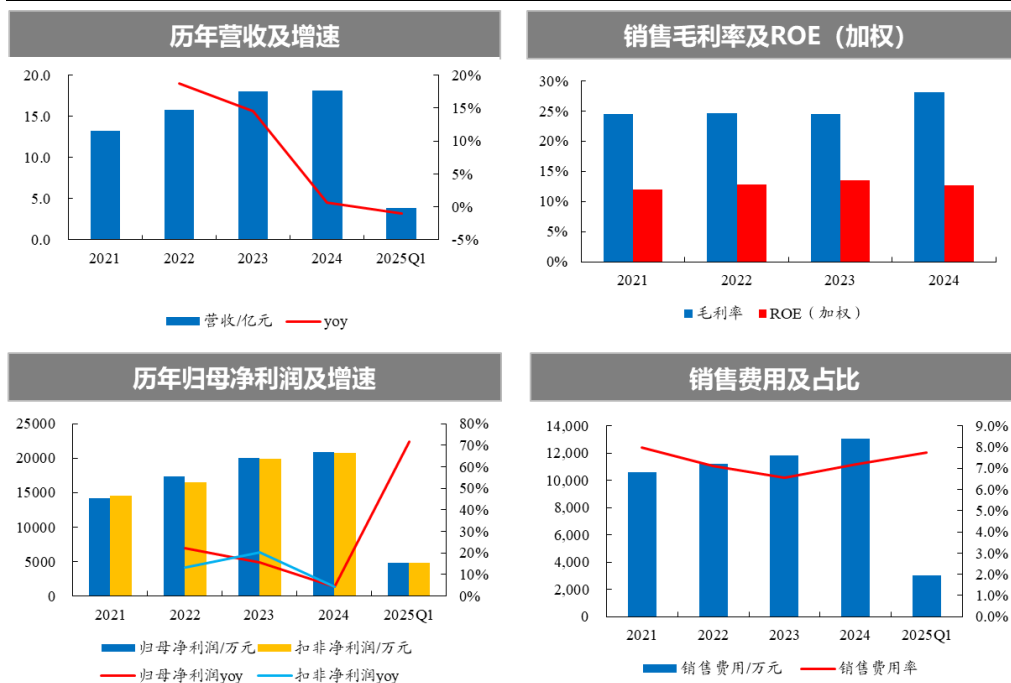
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：常温、低温乳制品毛利率稳中有升


数据来源：Wind、开源证券研究所

财务上，2024 年，公司营收 18.17 亿元，同比增长 0.65%，归母净利润 2.09 亿元，同比增长 4.36%；2025Q1，公司营收 3.86 亿元，同比下滑 0.97%，归母净利润 4,826.15 万元，同比增长 71.58%。2024 年的毛利率、归母净利率分别为 28.15%、11.51%。

图20：2024 年，南方乳业营收 18 亿元，归母净利润 2 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

原奶价格波动风险、宏观经济环境变动风险、市场竞争风险

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