仅供内部参考，请勿外传

2026 年 09 月 21 日 | 行业研究 | 评级：推荐(维持)

研究所：

证券分析师：刘旭德 S0350526040001 liuxd02@ghzq.com.cn

证券分析师：陈熠 S0350526060002 cheny21@ghzq.com.cn

牧业扭亏为盈，乳企稳中向好

——乳业 2026 年中报总结

最近一年走势



行业相对表现			2026/09/18
表现	1M	3M	12M
食品饮料	-4.0%	1.2%	-21.8%
沪深 300	-4.6%	-8.8%	0.2%

相关报告

《啤酒饮料行业 2026 年中报总结：天气扰动需求承压，龙头及大单品亮眼（推荐）*食品饮料*刘旭德，陈熠》——2026-09-21

《食品饮料休闲食品板块 2026 年中报总结：淡季表现平稳，量贩成长性延续（推荐）*休闲食品*刘旭德，陈熠，胡家东，肖悦》——2026-09-13

《乳业破晓系列深度首篇：奶价破晓，弹性为先（推荐）*食品饮料*刘旭德，陈熠》——2026-08-09

《保健品行业焕新系列深度首篇：监管新规下的龙头价值重塑（推荐）*食品饮料*刘旭德，陈熠》——2026-07-04

《零食变革系列深度之四：量贩空间格局如何展望？（推荐）*休闲食品*刘旭德，肖悦》——2026-09-17

投资要点：

■ **乳业 2026 年中报总结：**

➢ **乳企主业经营稳健，牧业原奶销量稳增均价低位。1）乳企：**2026Q2 乳制品板块收入端正增长，分品类来看，液奶需求企稳，2026H1 蒙牛、伊利、新乳业液奶收入分别同比+5.2%/1.3%/9.4%，新乳业低温产品收入双位数增长；深加工放量，蒙牛奶酪板块 2026H1 同比增速 32.6%。**2）牧业：**2026H1 优然牧业、现代牧业收入稳健增长，其中优然牧业原奶销量/均价同比+6.6%/-4.4%，现代牧业原奶销量/均价同比+8.9%/-2.4%，以销量增长拉动为主，奶价仍处于低位。

➢ **回款及现金流健康，库存水平优化。**2026Q2 乳业板块除三元股份外，现金回款/营业收入均高于 100%，企业回款健康；除妙可蓝多外，存货/营业成本同比均有下降，上市公司库存水平优化；伊利股份、天润乳业经营性现金流/净利润大幅提高，伊利股份因一次性减值、天润乳业因所得税大增导致表观净利润偏低。

➢ **毛利率同比略降，乳企销售费用率优化。1）毛利率：**2026Q2 我们判断乳企因部分原料包材成本上涨，毛利率略降；2026H1 牧业因原奶均价下降毛利率下降，但平均成本有所优化。**2）费用率：**2026Q2 乳企销售费用率优化；2026H1 牧业公司费用率稳定。

➢ **乳企所得税增加扰动盈利，牧业扭亏为盈。1）乳企：**2026Q2 乳企成本小幅上涨，但销售费用率优化，主业经营利润率向好；部分企业由于所得税显著提高，扰动短期盈利表现，此外伊利股份因计提大额减值而承压。**2）牧业：**2026H1 牧业公司生物资产减值损失大幅下降，利润端扭亏为盈。

■ **投资建议：首选高弹性牧业，乳企稳中向好。**参考我们 2026 年 8 月 9 日外发的行业深度《奶价破晓，弹性为先》，我们判断本轮奶价周期拐点或至，供需趋紧或驱动奶价稳步向上。个股方面，1）重点关注有望直接受益奶价反转、肉奶周期共振的牧业标的**优然牧业、现代牧业**。2）奶价稳步上行大背景下乳企格局有望改善，优化费投提高盈利能力，重点关注**伊利股份、蒙牛乳业**，关注低温及奶酪品类高增带来更高成长性的**新乳业、妙可蓝多**。

■ **风险提示：**需求修复不及预期、行业竞争加剧、乳业深加工进度不及预期、奶价波动超预期、原材料成本上涨、税收政策变化风险、存货跌价风险、食品安全问题。

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1、 乳业：乳企经营稳健，牧业扭亏为盈 4
2、 投资建议：首选高弹性牧业，乳企稳中向好 7
3、 风险提示 7

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1: 乳业板块公司 2026H1、2026Q2 收入及归母净利润（亿元）.....4
图 2: 乳业板块公司单季度收入及归母净利润增速.....4
图 3: 乳业板块公司分季度现金回款/营业收入.....5
图 4: 乳业板块公司分季度存货情况（亿元）.....5
图 5: 乳业板块公司分季度经营性现金流/净利润.....5
图 6: 乳业板块公司分季度毛利率.....6
图 7: 乳业板块公司分季度销售费用率.....6
图 8: 乳业板块公司分季度管理费用率.....6
图 9: 乳业板块公司分季度归母净利率.....7

仅供内部参考，请勿外传

1、乳业：乳企经营稳健，牧业扭亏为盈

乳企：主业经营稳健，税收压制利润。2026Q2 乳制品板块收入端正增长，分品类来看，2026H1 蒙牛、伊利、新乳业液奶收入分别同比+5.2%/1.3%/9.4%，新乳业低温保持双位数增长；深加工放量，蒙牛奶酪板块 2026H1 同比增速 32.6%。利润端，2026Q2 我们判断部分企业原料包材成本小幅上涨，但得益于销售费用率优化，乳企主业稳中向好；多家企业因税收标准调整所得税大幅增加，短期利润承压。

牧业：原奶销量稳增均价低位，生物资产减值损失大降增厚利润。2026H1 优然牧业、现代牧业收入稳健增长，其中优然牧业原奶销量/均价同比+6.6%/-4.4%，现代牧业原奶销量/均价同比+8.9%/-2.4%，以销量增长拉动为主，奶价仍处于低位。但得益于生物资产减值损失大幅下降增厚利润，牧业公司均实现扭亏为盈。

图 1：乳业板块公司 2026H1、2026Q2 收入及归母净利润（亿元）

板块	证券简称	收入				归母净利润			
		26H1 收入	收入增速	26Q2 收入	收入增速	26H1 归母净利润	归母净利润增速	26Q2 归母净利润	归母净利润增速
乳制品企业	伊利股份	644.9	4.1%	296.6	2.6%	57.6	-20.0%	3.6	-84.4%
	新乳业	58.1	5.2%	29.7	2.4%	4.6	17.2%	2.8	5.8%
	妙可蓝多	33.0	28.7%	16.8	25.8%	1.5	13.7%	0.8	49.6%
	天润乳业	14.5	3.9%	7.8	1.6%	0.5	扭亏为盈	0.2	-52.4%
	三元股份	34.7	4.1%	17.5	3.8%	1.9	1.1%	0.8	-11.0%
	中国飞鹤	93.6	2.3%	-	-	8.4	-16.3%	-	-
	蒙牛乳业	447.9	7.8%	-	-	23.7	15.9%	-	-
牧业	优然牧业	106.3	3.3%	-	-	8.1	扭亏为盈	-	-
	现代牧业	65.9	8.6%	-	-	0.4	扭亏为盈	-	-

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：标“-”数据为未披露季报。

图 2：乳业板块公司单季度收入及归母净利润增速

证券简称	收入增速					归母净利润增速				
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
伊利股份	5.8%	5.8%	-1.7%	-5.1%	5.5%	44.6%	-3.3%	147.2%	10.7%	-84.4%
新乳业	5.5%	5.5%	4.4%	11.3%	8.3%	27.4%	27.7%	69.3%	39.9%	5.8%
妙可蓝多	9.6%	9.6%	14.2%	34.1%	31.8%	53.1%	214.7%	-301.0%	-8.3%	49.6%
天润乳业	-3.9%	-3.9%	-4.8%	4.6%	6.8%	258.5%	-77.6%	143.6%	140.6%	-52.4%
三元股份	-7.4%	-7.4%	-0.8%	-8.0%	4.5%	73.1%	334.8%	-819.9%	14.3%	-11.0%

资料来源：Wind，国海证券研究所

现金流：回款及现金流健康，库存水平优化。2026Q2 乳业板块除三元股份外，现金回款/营业收入均高于 100%，企业整体回款健康；除妙可蓝多外，存货/营业成本同比均有下降，上市公司库存水平优化；伊利股份、天润乳业经营性现金流/净利润大幅提高，伊利股份主要因资产减值、天润乳业因所得税大增导致表观净利润偏低。

仅供内部参考，请勿外传

图 3：乳业板块公司分季度现金回款/营业收入

公司简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比	26H1	26H1 同比
伊利股份	88.6%	106.4%	115.1%	129.3%	91.3%	108.4%	2.7pct	2.0pct	99.2%	2.3pct
新乳业	103.2%	107.2%	111.5%	122.3%	104.6%	106.3%	1.4pct	-0.9pct	105.5%	0.1pct
妙可蓝多	105.6%	109.2%	107.8%	109.5%	111.9%	110.1%	6.3pct	0.9pct	111.0%	3.5pct
天润乳业	113.5%	110.0%	114.2%	111.4%	106.1%	112.2%	-7.4pct	2.2pct	109.4%	-2.2pct
三元股份	118.9%	86.7%	119.6%	123.5%	92.8%	98.3%	-26.1pct	11.5pct	95.6%	-7.1pct

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：分子为销售商品、提供劳务收到的现金，分母为营业收入。

图 4：乳业板块公司分季度存货情况（亿元）

证券简称	存货绝对值				存货/营业成本			
	26Q1	26Q1 同比	26Q2	26Q2 同比	26Q1	26Q1 同比	26Q2	26Q2 同比
伊利股份	103.3	8.3%	95.0	0.9%	48.3%	1.8pct	48.8%	-0.9pct
新乳业	6.3	3.6%	5.3	-0.7%	31.6%	-1.2pct	25.1%	-1.1pct
妙可蓝多	11.6	87.3%	11.7	50.3%	102.0%	28.5pct	100.6%	16.7pct
天润乳业	5.1	-7.3%	4.4	-2.2%	93.8%	-9.4pct	68.9%	-3.2pct
三元股份	6.5	2.6%	5.7	-10.8%	48.8%	-1.8pct	41.5%	-9.0pct

资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：乳业板块公司分季度经营性现金流/净利润

公司简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比	26H1	26H1 同比
伊利股份	19.5%	86.7%	199.5%	434.0%	69.2%	1655.2%	50pct	1569pct	169%	128pct
新乳业	121.1%	184.7%	186.9%	405.6%	153.5%	166.9%	32pct	-18pct	162%	-2pct
妙可蓝多	145.4%	229.6%	580.1%	45.0%	83.0%	314.2%	-62pct	85pct	199%	21pct
天润乳业	-64.8%	430.7%	1643.8%	565.9%	1.3%	962.3%	66pct	532pct	435%	1667pct
三元股份	169.7%	72.1%	209.0%	-21.9%	59.9%	89.4%	-110pct	17pct	73%	-46pct

资料来源：Wind，国海证券研究所

毛利率：2026H1 乳业板块多数公司毛利率同比下降。2026Q2 乳企毛利率多数略有下降，我们判断主要因原料包材成本上涨，另有产品结构、渠道结构变化影响，妙可蓝多毛利率提升主要为高毛利的奶酪业务占比提升所致；牧业公司 2026H1 毛利率同比略降，我们判断主要因原奶均价同比下降，但得益于饲料成本下降、降本增效，原奶平均成本同比有所优化。

仅供内部参考，请勿外传

图 6：乳业板块公司分季度毛利率

板块	公司简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比	26H1	26H1 同比
乳制品企业	伊利股份	37.8%	34.4%	33.9%	32.1%	38.5%	34.3%	0.7pct	0.0pct	36.6%	0.4pct
	新乳业	29.5%	30.5%	28.4%	28.3%	30.0%	29.5%	0.5pct	-1.0pct	29.7%	-0.3pct
	妙可蓝多	31.5%	30.2%	28.2%	26.8%	29.8%	30.4%	-1.7pct	0.3pct	30.1%	-0.7pct
	天润乳业	14.6%	18.7%	14.7%	15.7%	18.4%	18.1%	3.8pct	-0.6pct	18.3%	1.4pct
	三元股份	24.4%	24.7%	18.7%	20.2%	23.1%	21.3%	-1.3pct	-3.4pct	22.2%	-2.4pct
	中国飞鹤	61.6%		68.5%		62.0%		-	-	62.0%	0.4pct
	蒙牛乳业	41.7%		38.0%		40.8%		-	-	40.8%	-1.0pct
牧业	优然牧业	30.0%		29.6%		29.6%		-	-	29.6%	-0.4pct
	现代牧业	26.4%		28.4%		26.2%		-	-	26.2%	-0.2pct

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：标“-”数据为未披露季报。

费用率：乳企销售费用率优化，牧业费率稳定。2026Q2 乳企销售费用率多有下降，费用率优化；但妙可蓝多世界杯、渠道拓展等带来广告促销费增加，股权激励费用下降，管理费用率下降。2026H1 牧业公司费用率稳定。

图 7：乳业板块公司分季度销售费用率

板块	公司简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比	26H1	26H1 同比
乳制品企业	伊利股份	16.9%	19.9%	18.2%	19.7%	16.7%	18.9%	-0.2pct	-1.0pct	17.7%	-0.6pct
	新乳业	17.0%	15.9%	15.1%	16.5%	17.1%	13.4%	0.1pct	-2.5pct	15.2%	-1.2pct
	妙可蓝多	16.8%	17.9%	17.5%	18.6%	18.9%	19.7%	2.1pct	1.8pct	19.3%	1.9pct
	天润乳业	6.9%	6.0%	6.5%	5.7%	9.0%	6.0%	2.1pct	0.1pct	7.4%	1.0pct
	三元股份	17.9%	18.2%	14.0%	9.6%	16.6%	14.3%	-1.3pct	-4.0pct	15.4%	-2.7pct
	中国飞鹤	34.7%		44.5%		36.6%		-	-	36.6%	1.9pct
	蒙牛乳业	27.9%		24.6%		27.6%		-	-	27.6%	-0.3pct
牧业	优然牧业	3.0%		3.2%		3.0%		-	-	3.0%	0.0pct
	现代牧业	3.5%		3.9%		4.2%		-	-	4.2%	0.7pct

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：标“-”数据为未披露季报。

图 8：乳业板块公司分季度管理费用率

板块	公司简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比	26H1	26H1 同比
乳制品企业	伊利股份	3.8%	3.8%	4.0%	4.8%	3.7%	4.0%	-0.1pct	0.3pct	3.8%	0.1pct
	新乳业	3.5%	2.9%	2.9%	3.4%	3.5%	2.5%	-0.1pct	-0.5pct	3.0%	-0.3pct
	妙可蓝多	5.0%	6.3%	6.5%	3.3%	4.2%	4.0%	-0.7pct	-2.3pct	4.1%	-1.5pct
	天润乳业	4.2%	3.4%	3.5%	3.9%	4.2%	3.3%	0.0pct	-0.2pct	3.7%	-0.1pct
	三元股份	4.1%	3.4%	4.5%	6.4%	3.6%	3.4%	-0.5pct	0.0pct	3.5%	-0.3pct
	中国飞鹤	8.5%		10.1%		9.4%		-	-	9.4%	1.0pct
	蒙牛乳业	4.7%		5.4%		4.3%		-	-	4.3%	-0.4pct
牧业	优然牧业	3.9%		4.4%		4.0%		-	-	4.0%	0.1pct
	现代牧业	5.6%		6.3%		4.8%		-	-	4.8%	-0.8pct

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：标“-”数据为未披露季报。

仅供内部参考，请勿外传

净利率：乳企所得税增加扰动盈利，牧业扭亏为盈。综合前文所述，我们判断2026Q2乳制品企业因原料包材成本上涨小幅影响毛利率，得益于销售费用率优化，主业经营利润率向好；但由于税收标准调整导致部分企业所得税显著提高，扰动短期盈利表现，此外伊利股份因计提大额资产减值，利润压力集中释放。2026H1牧业公司生物资产减值损失大幅下降，利润端扭亏为盈，业绩弹性亮眼。

图 9：乳业板块公司分季度归母净利率

板块	公司简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比	26H1	26H1 同比
乳制品企业	伊利股份	14.8%	8.0%	11.3%	4.5%	15.5%	1.2%	0.7pct	-6.8pct	8.9%	-2.7pct
	新乳业	5.1%	9.1%	7.8%	3.9%	6.6%	9.4%	1.5pct	0.3pct	8.0%	0.8pct
	妙可蓝多	6.7%	3.8%	3.1%	-3.4%	4.6%	4.5%	-2.0pct	0.7pct	4.6%	-0.6pct
	天润乳业	-11.7%	6.7%	1.7%	7.7%	4.5%	3.1%	扭亏为盈	-3.5pct	3.7%	扭亏为盈
	三元股份	5.3%	5.6%	3.5%	-31.4%	5.8%	4.8%	0.5pct	-0.8pct	5.3%	-0.2pct
	中国飞鹤	10.9%		10.5%		8.9%		-	-	8.9%	-2.0pct
	蒙牛乳业	4.9%		-1.2%		5.3%		-	-	5.3%	0.4pct
牧业	优然牧业	-2.9%		-1.3%		7.6%		-	-	7.6%	扭亏为盈
	现代牧业	-15.0%		-3.3%		0.3%		-	-	0.3%	扭亏为盈

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：标“-”数据为未披露季报。

2、投资建议：首选高弹性牧业，乳企稳中向好

奶价步入稳步上行周期，优先关注高弹性牧业及优质乳企。参考我们2026年8月9日外发的行业深度《奶价破晓，弹性为先》，我们判断本轮奶价周期拐点或至，供给端后备牛断层或带来成母牛存栏量下降，需求端液奶需求或企稳、深加工或带来增量，供需趋紧或驱动奶价稳步向上。个股方面，1）重点关注有望直接受益奶价反转、肉奶周期共振的牧业标的**优然牧业、现代牧业**。2）奶价稳步上行大背景下乳企格局有望改善，优化费投提高盈利能力，重点关注**伊利股份、蒙牛乳业**，关注低温及奶酪品类高增带来更高成长性的**新乳业、妙可蓝多**。

3、风险提示

1）需求修复不及预期：宏观经济景气度、居民收入预期等将影响乳制品消费，若经济复苏节奏放缓、居民消费意愿走弱，或导致终端乳制品动销修复不及预期，乳业公司收入增速或低于预期。

2）行业竞争加剧：若乳企为争夺市场份额加大价格战及促销，或导致销售费用率上升、产品均价下移，行业整体盈利空间或被压缩。

仅供内部参考，请勿外传

3）乳业深加工进度不及预期：若深加工项目建设延期、产能爬坡不及预期，原奶需求端或承压，原奶价格回暖节奏可能放缓。

4）奶价波动超预期：若奶价大幅反弹将增加下游乳企成本压力，若奶价将影响牧业公司盈利，因此若奶价波动超预期，可能对部分公司经营业绩产生不利影响。

5）原材料成本上涨：若原材料成本上涨，且因需求偏弱无法向下游传导，将影响相关公司盈利能力。

6）税收政策变化风险：结合前文 2026Q2 乳企因所得税增加扰动短期盈利，若未来税收政策变化或对相关公司业绩产生不利影响。

7）存货跌价风险：若乳制品存货、生物资产公允价值跌价，形成减值压力，可能对公司经营业绩产生不利影响。

8）食品安全问题：若发生食品安全事件，不仅面临产品召回、监管处罚与消费者赔偿等，更会对公司及品牌声誉造成难以修复的损害，对公司经营业绩产生不利影响。



仅供内部参考，请勿外传

【食品饮料小组介绍】

刘旭德，首席分析师，全面覆盖食品饮料板块。北京大学硕士，五年食品饮料新财富团队工作经验，曾就职于华创证券，2021-2024 年连续四届新财富、新浪金麒麟最佳分析师第一名团队核心成员，2025 年新财富最佳分析师评选第二名团队核心成员。具备大型企业咨询服务经验，深入产业一线，对食品饮料行业周期复盘、企业管理运营，具备较强认知，擅于从产业视角判断行业演绎规律，提出前瞻性判断。2026 年加入国海证券，任食品饮料组首席分析师。

胡家东，分析师，覆盖白酒、黄酒、红酒、低度酒板块。复旦大学金融学硕士，五年食品饮料研究经验，2023 年新财富最佳分析师评选入围团队核心成员、新浪财经金麒麟菁英分析师。具备特色产业研究视角，与酒类上市公司联系紧密、产业资源丰富。2025 年加入国海证券食品饮料组。

陈熠，分析师，覆盖啤酒、低度酒、乳制品、保健品板块。复旦大学金融学硕士，五年食品饮料研究经验，曾就职于国盛证券、德邦证券等。2023 年新财富最佳分析师食品饮料行业第 4 名团队成员。对产业链和上市公司跟踪紧密，擅长把握边际变化，自下而上挖掘投资机会。2026 年加入国海证券食品饮料组。

肖悦，分析师，覆盖零食、连锁卤味板块。香港中文大学硕士，一年食品饮料研究经验，2025 年加入国海证券食品饮料组。

【分析师承诺】

刘旭德，陈熠，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、

仅供内部参考，请勿外传

意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。