



NISELOR RESEARCH
INDEPENDENT EQUITY RESEARCH

600519 贵州茅台

公司研究报告

报告ID NIS-STK-600519-20260720-R1R

版本 2.0.0-refresh.1

研究截止 2026-07-20T03:13:57+08:00

市场参考 2026-07-17 close

快照哈希 736fbc7368e056fd5dc432b05b807fdafb4364003910cb787b9ba57b49446cc0

内容源哈希 77b24cbd2ac6005ef6afcae00b448f37d6a96ac9d12b1735bb9434ed99876c35

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。

目录

目录	2
阅读说明	4
连续论证	5
1. 公司做什么	5
2. 本次研究问题	5
3. 核心判断	5
4. 最大风险与最强反方	5
5. 下一验证点	5
6. 数据截止与适用边界	5
7. 产业坐标与价值捕获	5
8. 市场可能错在哪里	6
9. 证据辩论	6
支持证据	6
反方证据	6
未知项	6
10. 五个独立研究维度	6
公司质量	6
估值吸引力	6
命题状态	7
证据充分度	7
风险收益	7
11. 经营、利润与现金	7
12. 当前价格要求公司做到什么	7
13. 敏感性与暴露标尺	7
14. 交易结构与边际定价	8
15. 风险、证伪与验证时间线	8
thesis can be established if	8
operating hypothesis falsified if	8
16. 研究状态与失败输出	8
计算状态	9
17. 研究治理与发布边界	9
证据与来源	10

1. EV-P0-MKT-001 • P0 • verified	10
2. EV-P0-MKT-002 • P0 • conflict	10
3. EV-P0-FIN-001 • P0 • verified	11
4. EV-P0-FIN-002 • P0 • verified	11
5. EV-P0-CHN-001 • P0 • verified_same_origin	11
6. EV-P0-EVT-001 • P0 • official_source_only	12
7. EV-P0-SHR-001 • P0 • verified	12
8. EV-P1-IND-001 • P1 • authoritative_single_source	13
9. EV-P1-MAC-001 • P1 • official_source_only	13
版本、哈希与研究治理	15
来源区块审计	16
研究治理	17
conflict of interest	17
legal and product boundary	17
prohibited	17
model governance	17
免责声明	18

阅读说明

本PDF由A Stock项目从同一不可变研究快照生成。内容顺序、判断、证据、未知项与失败状态均来自快照及其证据账本；PDF未补写研究结论，也未改变网站当前指针。

report id	NIS-STK-600519-20260720-R1R
version	2.0.0-refresh.1
method version	2.0.0
snapshot hash	736fbc7368e056fd5dc432b05b807fdafb4364003910cb787b9ba57b49446cc0
report source hash	77b24cbd2ac6005ef6afcae00b448f37d6a96ac9d12b1735bb9434ed99876c35
覆盖状态	ongoing_coverage
快照状态	draft
新鲜度	current
证据充分度	partially_sufficient

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。

连续论证

1. 公司做什么

贵州茅台的核心不是宽泛“白酒”，而是以茅台酒为主、依赖特定产区和多年基酒储备的高端酒业务；2025年茅台酒收入占酒类主营收入约86.8%。

Source block: STK-30-WHAT | Hash: 4892e642e5d9444ce4ca9cebfe8de7b14033812a61538dc97c7b02a11b111a44

2. 本次研究问题

7月18日再次上调飞天500ml合同价和i茅台零售价后，提价能否在不损伤销量与渠道秩序的前提下转化为利润和现金？

Source block: STK-30-QUESTION | Hash: be4de6297019fefdf5e8f4935ce6dd12cf860c8b6978fdbcdb9f0eef52e3d1bc

3. 核心判断

公司经营质量仍强，但当前不能判断价格是否有吸引力。调价证明公司采取了价格行动，却没有证明受影响销量、终端承接和利润转化；1253元参考价与现有券商预测均早于7月18日公告，暂不存在可验证的市场预期差。

Source block: STK-30-JUDGMENT | Hash: 08ba6064d981708680b5cb802b90cf6e0d52b82a449fd5a1ea803840168ad200

4. 最大风险与最强反方

2026Q1收入增长6.54%，归母净利润仅增1.47%；毛利率同比下降2.21个百分点，合同负债较年末下降62.2%，销售收现同比仅增0.44%。渠道重构可能改善控制力，也可能只是收入在渠道间迁移。

Source block: STK-30-RISK | Hash: fe891b052d9a97ecf180826056a07b2b0c22dd2baa8294c65a3bc5ab111907c2

5. 下一验证点

即时验证是7月20日收盘后的事件定价与机构预测更新；基本面验证是预约于8月15日披露的2026H1报告，重点看量价、直销/批发、毛利率、销售收现和合同负债。

Source block: STK-30-NEXT | Hash: bb4b1b2ff67baf65fdf041b05107feb7f836c07b1465b0515bd9543fdf5ac999

6. 数据截止与适用边界

研究截至北京时间2026-07-20 02:48；行情为2026-07-17收盘，财务为2026Q1，最新重大公告为2026-07-18。

Source block: STK-30-CUTOFF | Hash: dc607895f300d89218cd8f4faa9fde16d3cc9d173a3f547b28737db2d17268d7

7. 产业坐标与价值捕获

- 位置：高粱/小麦与包材 → 酿造 → 至少五年储存 → 勾兑包装 → 直销/经销 → 终端消费。
- 公司捕获价值的核心是品牌、特定产区、陈年基酒和定价/投放控制，不是单纯依靠行业销量增长。
- 2025年直销占酒类主营收入50.1%；2026Q1升至54.8%，i茅台占Q1酒类主营收入约40.0%。
- 行业“利润向头部集中”只有转化为核心产品量价、毛利、现金与渠道健康，才进入公司判断。

Source block: STK-3M-COORDINATE | Hash: a8942417ff2613ee64a57ce8f983f561412d1b287afbbc62dc76f846276040df

8. 市场可能错在哪里

- 正式投资命题：暂无。7月18日公告尚无事件后市场价格，现有13家券商EPS样本最晚更新于5月25日。
- 待验证经营假设：若调价覆盖足够销量、销量反应有限且渠道库存可控，新增价格可能提升单位利润。
- 反方机制：若终端需求不足、投放收缩或渠道利润被压缩，提价可能由销量、费用或库存压力抵消。

Source block: STK-3M-THESIS | Hash: 18c5354ecc982b605ab0812ebe8603176cfa5f6e03a2d6ca4205c47b9e4e75da

9. 证据辩论

支持证据

- 2025年茅台酒收入仍同比+0.39%，优于系列酒-9.76%。
- 2026Q1茅台酒收入+5.62%、系列酒+12.22%。
- 2026Q1直销收入+27.06%、i茅台收入+267.16%，渠道控制力显著增强。
- 2025年非经常损益占归母净利润约0.03%，审计为标准无保留意见。

反方证据

- 2026Q1毛利率同比-2.21个百分点、净利率同比-2.52个百分点。
- Q1销售收现仅+0.44%，慢于收入+6.54%；合同负债环比-62.2%。
- 2025年系列酒毛利率同比下降3.76个百分点。
- 调价公告未披露受影响销量、渠道范围和业绩弹性。

未知项

- H1终端动销和渠道库存
- 调价覆盖销量及销量弹性
- 事件后市场价格和一致预期
- Q1毛利率下降的产品/渠道贡献

Source block: STK-3M-EVIDENCE | Hash: 2e095899418253fb141289e12a36eef614aca49850328e7efec927f16ceb549f

10. 五个独立研究维度

公司质量

状态	strong
依据	核心产品高毛利、品牌与陈化壁垒、盈利和现金规模大；渠道与毛利仍需验证。

估值吸引力

状态	unassessable
依据	事件后价格缺失，TTM估值倍数跨源冲突，正式盈利预测未形成。

命题状态

状态	no_thesis
依据	没有事件后可观察市场定价，不能强造预期差。

证据充分度

状态	partially_sufficient
依据	财务和价格已核验；渠道库存、价格覆盖和事件后预期缺失。

风险收益

状态	not_calculable
依据	正式价值分布未计算。

Source block: STK-3M-DIMENSIONS | Hash: 22ba8986ccebe640f71072321710b2ff5ffa9c917ba58a244162cfbbc203096

11. 经营、利润与现金

- 2025年收入1688.38亿元、归母净利润823.20亿元，同比分别-1.21%和-4.53%。
- 2025年经营现金流615.22亿元，经营现金流/归母净利润0.75；销售收现/收入1.09。
- 2026Q1收入539.09亿元、归母净利润272.43亿元；收入恢复增长，但利润率承压。
- 2026Q1经营现金流+205.48%主要受财务公司资金项目影响；销售收现只增0.44%，不能把现金流增幅直接解释为白酒需求增强。
- 2025年直销收入845.43亿元、批发代理842.32亿元；2026Q1直销进一步提升，但终端增量与渠道迁移尚无法拆分。

Source block: STK-15-EARNINGS | Hash: b931b15a7a00eedbf8e01ecbbba15628479d74e642be0c4a02de1ed31f21422f

12. 当前价格要求公司做到什么

- 2026年EPS观察样本中位数68.10元，对应7月17日1253元参考价的机械前瞻PE约18.4倍；样本全部早于7月18日调价。
- 反向估值：若市场给予18倍PE，需要EPS约69.61元；20倍对应62.65元；该表展示价格、盈利与倍数的关系，不是目标价。
- 正式价值分布不计算：事件后价格缺失、TTM倍数跨源冲突、调价后的量价与利润转化没有证据。

Source block: STK-15-VALUE | Hash: e8936ed3039685a8fc79f5ba2f553a2e4132ce16a0151cd9c26573f558c60628

13. 敏感性与暴露标尺

- 模型按“受影响收入占2025年茅台酒收入的10%/20%/30%”展示结果，并假设新增收入60%转为归母净利润。
- 合同价+7.88%路径对应增量EPS约0.55/1.11/1.66元；i茅台零售价+6.50%路径对应约0.46/0.91/1.37元。

- 两条路径不能相加；覆盖比例和60%转化率均为模型变量，不是预测。销量下降、投放节奏、税费、返利和产品混合都可能改变结果。

Source block: STK-15-SENSITIVITY | Hash: 4a531e33a561d08702275351eb1eb3573b7fe414751fe98ded4a74a85c3c0460

14. 交易结构与边际定价

- 截至6月30日，公司是沪深300、上证50、上证180、中证A500和中证A50成分股；权重分别包括2.62%、7.67%、2.24%和7.02%等。
- 直接ETF样本确认被动资金持有；易方达沪深300ETF 510310在3月31日持有350.2232万股、占基金净值3.70%，基金官网与天天基金一致。
- ETF全集不完整，不能计算被动持股占自由流通股、前五大集中度或5%赎回压力。
- 指数归属只影响边际交易和流动性，不自动提高盈利预测或价值判断。

Source block: STK-15-MARKET | Hash: adbd8c3c989fadbf31fe842ac35129785c86898d75f00224bb861292c37b52ae

15. 风险、证伪与验证时间线

extreme risk	提价与终端需求错配，引发渠道库存、价盘和品牌信任的负反馈。
--------------	-------------------------------

thesis can be established if

- 出现事件后市场价格和更新后的多机构预测，可识别市场对调价的隐含假设。
- H1量价、毛利和销售收现证明价格/渠道改革在改善单位经济。

operating hypothesis falsified if

- 核心产品销量或收入显著弱于提价前路径，且不能由短期投放解释。
- 毛利率继续下降、销售费用抵消提价，或销售收现/合同负债显示渠道承接恶化。
- 出现重大治理、审计或关联交易红旗。

Source block: STK-15-RISK | Hash: 31e1883e8fc29bffb60605d4f7ddb3c1668d2e972d6178da72b7ccf75cf9df0

16. 研究状态与失败输出

覆盖状态	ongoing_coverage
document type	stock_report
快照状态	draft
新鲜度	current
证据充分度	partially_sufficient

计算状态

earnings forecast	not_calculated
price sensitivity	calculated
reverse valuation	calculated
formal value distribution	not_calculated
scenario probabilities	not_calculated
风险收益	not_calculated
passive ownership total	not_calculated

Source block: STK-AUDIT-STATE | Hash: 77a35e4e7b3d974579d8aa2acbf889d4f334072152d75143f2339aa4abd4bd1

17. 研究治理与发布边界

- 方法版本2.0.0；研究责任、来源、计算、冲突和哈希均进入工作底稿。
- 当前为内部、非公开、网站就绪候选；未生成PDF、未归档为当前公开结论、未部署。
- 公开预览不要求统一律师事前复核，但必须通过新鲜度、双渠道、Schema、哈希、来源、版本、利益冲突和内容边界验收。
- 不展示A-E/N、仓位、买卖动作、交易指令、收益承诺或持牌身份暗示。

Source block: STK-AUDIT-GOV | Hash: fe016481932ecd3583481ac76d605f342ceb92283b13946377128bd301d1d3a0

证据与来源

以下证据条目按快照引用范围列示。核验状态、数据日期、会计期和限制必须与结论同时阅读；权威单源、未核验、日期错配和冲突不得被显示为已双渠道核验。

1. EV-P0-MKT-001 • P0 • verified

2026-07-17收盘价为1253.00元；该价格早于7月18日调价公告。

raw value	1253.0
unit	CNY/share
period	2026-07-17 close; unadjusted spot
data date	未提供
difference	0.0
thesis effect	不能代表市场对7月18日调价事件的定价。
next update	2026-07-20 post-close
限制	[]

来源1: 腾讯财经行情 | 类型: 公开行情数据 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-07-17
 URL: https://qt.gtimg.cn/q=sh600519
 来源2: 东方财富行情 | 类型: 公开行情数据 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-07-17
 URL: https://push2.eastmoney.com/api/qt/stock/get?secid=1.600519&fltt=2&invt=2&fields=f57%2Cf58%2Cf43%2Cf44%2Cf45%2Cf46%2Cf47%2Cf48%2Cf60%2Cf84%2Cf85%2Cf116%2Cf117%2Cf162%2Cf167%2Cf170

2. EV-P0-MKT-002 • P0 • conflict

两行情源的TTM PE和PB口径存在重大差异，不进入正式估值。

raw value	{'tencent_pe_ttm': 18.94, 'eastmoney_pe_ttm': 14.37, 'tencent_pb': 6.73, 'eastmoney_pb': 6.64}
unit	multiple
period	2026-07-17
data date	未提供
difference	0.2743920744521166
thesis effect	削弱估值吸引力判断。
next update	next market refresh
限制	['PE相对差异27.44%', 'PB相对差异1.35%']

来源1: 腾讯财经行情 | 类型: 公开行情数据 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-07-17
 URL: https://qt.gtimg.cn/q=sh600519
 来源2: 东方财富行情 | 类型: 公开行情数据 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-07-17
 URL: https://push2.eastmoney.com/api/qt/stock/get?secid=1.600519&fltt=2&invt=2&fields=f57%2Cf58%2Cf43%2Cf44%2Cf45%2Cf46%2Cf47%2Cf48%2Cf60%2Cf84%2Cf85%2Cf116%2Cf117%2Cf162%2Cf167%2Cf170

3. EV-P0-FIN-001 • P0 • verified

2025年收入1688.38亿元、归母净利润823.20亿元、经营现金流615.22亿元。

raw value	{'revenue': 168838102514.79, 'net_profit_parent': 82320067101.68, 'operating_cash_flow': 61522204989.35}
unit	CNY
period	FY2025
data date	未提供
difference	0.0
thesis effect	证明盈利和现金规模，但2025年收入、利润同比下降。
next update	2026-08-15
限制	[]

来源1: 贵州茅台2025年年度报告 | 类型: 法定披露 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2025-12-31
URL: <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-04-17/1225114741.PDF>
来源2: 新浪财经财务报表开放接口 | 类型: 公开财务数据 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-03-31/2025-12-31
URL: <https://quotes.sina.cn/cn/api/openapi.php/CompanyFinanceService.getFinanceReport2022>

4. EV-P0-FIN-002 • P0 • verified

2026Q1收入539.09亿元、归母净利润272.43亿元、经营现金流269.10亿元。

raw value	{'revenue': 53909252220.51, 'net_profit_parent': 27242512886.45, 'operating_cash_flow': 26909891269.13}
unit	CNY
period	2026Q1
data date	未提供
difference	0.0
thesis effect	收入恢复增长，但利润增速落后于收入。
next update	2026-08-15
限制	[]

来源1: 贵州茅台2026年第一季度报告 | 类型: 法定披露 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-03-31
URL: <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-04-25/1225187851.PDF>
来源2: 新浪财经财务报表开放接口 | 类型: 公开财务数据 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-03-31/2025-12-31
URL: <https://quotes.sina.cn/cn/api/openapi.php/CompanyFinanceService.getFinanceReport2022>

5. EV-P0-CHN-001 • P0 • verified_same_origin

2026Q1直销收入295.04亿元、批发代理243.82亿元，i茅台收入215.53亿元。

raw value	{'moutai_revenue': 46004868600.0, 'series_revenue': 7880878300.0, 'direct_revenue': 29504033900.0, 'wholesale_revenue': 24381713000.0, 'i_moutai_revenue': 21553045900.0}
unit	CNY
period	2026Q1
data date	未提供
difference	0.0
thesis effect	支持渠道重构，但不能证明终端真实需求或渠道库存。
next update	2026-08-15
限制	['两份文件均源自公司法定披露，不构成独立双源。']

来源1: 贵州茅台2026年第一季度主要经营数据公告 | 类型: 法定披露 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-03-31
URL: <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-04-25/1225188174.PDF>
来源2: 贵州茅台2026年第一季度报告 | 类型: 法定披露 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-03-31
URL: <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-04-25/1225187851.PDF>

6. EV-P0-EVT-001 • P0 • official_source_only

7月18日起，飞天53%vol 500ml（2026）i茅台零售价1539→1639元，销售合同价1269→1369元。

raw value	{'i_moutai_retail': [1539, 1639], 'contract_price': [1269, 1369]}
unit	CNY/bottle
period	effective 2026-07-18
data date	未提供
difference	未提供
thesis effect	增强价格行动证据，但销量、产品覆盖和利润转化仍未知。
next update	2026-07-20 post-close and 2026-08-15
限制	['公司未披露受影响销量、渠道覆盖或利润影响幅度。', '上交所镜像在本机采集时触发反自动化页面，未作为第二有效来源。']

来源1: 贵州茅台重大事项公告 | 类型: 法定披露 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-07-18
URL: <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-07-18/1225431263.PDF>

7. EV-P0-SHR-001 • P0 • verified

5月回购并拟注销218.8614万股；最新总股本为12.50081601亿股。

raw value	{'repurchased_and_cancelled': 2188614, 'latest_total_shares': 1250081601}
unit	shares

period	2026-05-28 / 2026-07-17
data date	未提供
difference	0.0
thesis effect	轻微减少股本；不改变主营盈利判断。
next update	next corporate action
限制	[]

来源1: 回购股份实施结果暨股份变动公告 | 类型: 法定披露 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 未提供
URL: <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-05-28/1225333825.PDF>
来源2: 东方财富行情 | 类型: 公开行情数据 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-07-17
URL: <https://push2.eastmoney.com/api/qt/stock/get?secid=1.600519&fltt=2&invt=2&fields=f57%2Cf58%2Cf43%2Cf44%2Cf45%2Cf46%2Cf47%2Cf48%2Cf60%2Cf84%2Cf85%2Cf116%2Cf117%2Cf162%2Cf167%2Cf170>

8. EV-P1-IND-001 • P1 • authoritative_single_source

中国酒业协会称2025年酒业进入深度结构性调整，量价利收缩且利润向头部集中。

raw value	未提供
unit	qualitative
period	2025 review published 2026-05-29
data date	未提供
difference	未提供
thesis effect	支持行业成熟与深度调整判断，不自动下发为公司受益。
next update	next CADA operating update
限制	[]

来源1: 中国酒业协会第六届理事会第八次会议纪要 | 类型: 行业协会 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 未提供
URL: <https://www.cada.cc/Item/1584.aspx>

9. EV-P1-MAC-001 • P1 • official_source_only

2026H1限额以上单位烟酒类零售额3547亿元、同比+13.2%；口径含烟草及全部酒类。

raw value	{'retail_sales': 354.7, 'yoy': 0.132}
unit	CNY bn
period	2026H1
data date	未提供
difference	未提供
thesis effect	宽口径需求代理，不能替代高端白酒终端动销。

next update	2026-08 monthly retail data
限制	[]

来源1: 2026年上半年社会消费品零售总额 | 类型: 政府统计 | 发布日期: 未提供 | 数据日期: 2026-06-30
URL: https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202607/t20260715_1964127.html

版本、哈希与研究治理

report id	NIS-STK-600519-20260720-R1R
version	2.0.0-refresh.1
method version	2.0.0
document type	stock_report
subject type	stock
snapshot hash	736fbc7368e056fd5dc432b05b807fdafb4364003910cb787b9ba57b49446cc0
report source hash	77b24cbd2ac6005ef6afcae00b448f37d6a96ac9d12b1735bb9434ed99876c35
snapshot file sha256	77101a6388e222be424f8a35132734d23a35711556e2bf6e1323d3d8dbd672e9
evidence ledger sha256	2458401c3870cddd41d5aba48fa2cab548b33d008f4cc7a2e113e9ac01d3ba8d

来源区块审计

区块ID	层级	区块哈希
STK-30-WHAT	30s	4892e642e5d9444ce4ca9cebf8de7b14033812a61538dc97c7b02a11b111a44
STK-30-QUESTION	30s	be4de6297019fefdf5e8f4935ce6dd12cf860c8b6978fdbcdb9f0eef52e3d1bc
STK-30-JUDGMENT	30s	08ba6064d981708680b5cb802b90cf6e0d52b82a449fd5a1ea803840168ad200
STK-30-RISK	30s	fe891b052d9a97ecf180826056a07b2b0c22dd2baa8294c65a3bc5ab111907c2
STK-30-NEXT	30s	bb4b1b2ff67baf65fdf041b05107feb7f836c07b1465b0515bd9543fdf5ac999
STK-30-CUTOFF	30s	dc607895f300d89218cd8f4faa9fde16d3cc9d173a3f547b28737db2d17268d7
STK-3M-COORDINATE	3m	a8942417ff2613ee64a57ce8f983f561412d1b287afbbc62dc76f846276040df
STK-3M-THESIS	3m	18c5354ecc982b605ab0812ebe8603176cfa5f6e03a2d6ca4205c47b9e4e75da
STK-3M-EVIDENCE	3m	2e095899418253fb141289e12a36eef614aca49850328e7efec927f16ceb549f
STK-3M-DIMENSIONS	3m	22ba8986ccebe640f71072321710b2ff5fffa9c917ba58a244162cfbbc203096
STK-15-EARNINGS	15m	b931b15a7a00eedbf8e01ecbbba15628479d74e642be0c4a02de1ed31f21422f
STK-15-VALUE	15m	e8936ed3039685a8fc79f5ba2f553a2e4132ce16a0151cd9c26573f558c60628
STK-15-SENSITIVITY	15m	4a531e33a561d08702275351eb1eb3573b7fe414751fe98ded4a74a85c3c0460
STK-15-MARKET	15m	adbd8c3c989fadb31fe842ac35129785c86898d75f00224bb861292c37b52ae
STK-15-RISK	15m	31e1883e8fc29bffab60605d4f7ddb3c1668d2e972d6178da72b7ccf75cf9df0
STK-AUDIT-STATE	audit	77a35e4e7b3d974579d8aa2acbfe889d4f334072152d75143f2339aa4abd4bd1
STK-AUDIT-GOV	audit	fe016481932ecd3583481ac76d605f342ceb92283b13946377128bd301d1d3a0

研究治理

report owner role	Niselor Research研究任务
method version	2.0.0
research independence	本资产基于公开信息，不代表持牌证券分析师或证券投资咨询服务。
review status	pending_independent_review
reviewer	未提供
publication action	not_published

conflict of interest

status	no_known_external_compensation_or_issuer_relationship
personal account disclosure	not_collected_and_not_displayed
rule	不得展示真实账户、仓位或交易动作。

legal and product boundary

public preview mode	free_personal_research_preview
uniform lawyer preclearance required	False

prohibited

- 收费荐股
- 会员咨询
- 个性化建议
- 仓位
- 买卖动作
- 交易指令
- 收益承诺
- 持牌机构或证券分析师身份暗示

model governance

formal value requires reproducible inputs	True
probabilities require evidence and total 100 if calculated	True
failed calculations remain visible	True

免责声明

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。

本报告只呈现对应不可变快照截至所示时点的研究状态。未知、冲突、未核验与不计算项目属于报告的一部分，不得由展示系统补齐。

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。