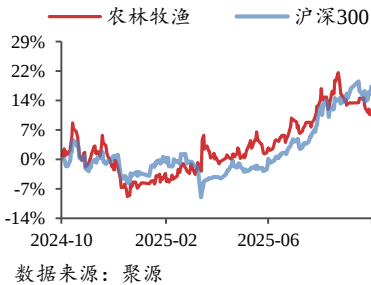


农林牧渔

2025 年 10 月 26 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《猪价磨底去化延续，双十一预售宠物龙头表现亮眼——行业周报》-2025.10.19

《猪价超预期下跌，能繁去化或加速——行业点评报告》-2025.10.16

《中美关税扰动再起，农业板块防守价值凸显——行业周报》-2025.10.12

二育进场不改生猪去化大势，肉牛补栏谨慎景气延续性或更强

——行业周报

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

王高展（分析师）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790525070003

● 周观察：二育进场不改生猪去化大势，肉牛补栏谨慎景气延续性或更强

猪价触底反弹，二育短期加速进场不改能繁去化大势。据涌益咨询，截至 2025 年 10 月 24 日，全国生猪均价 11.81 元/公斤，周环比+0.63 元/公斤，同比-5.74 元/公斤。截至 2025 年 10 月 23 日，涌益样本生猪出栏均重 127.90 公斤/头，周环比-0.35 公斤/头，同比+1.56 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.78 元/公斤（周环比+0.02 元/公斤）。2025 年 10 月 10-20 日行业二育占实际销量比重 2.09%，环比+1.07pct，同比-2.28pct，二育栏舍利用率 44.8%，环比+12.8 pct，同比-10.2pct。据国家统计局，2025 年 9 月我国能繁存栏 4035 万头，同比-0.66%，环比-0.07%。受低猪价及博弈年前行情驱动，行业短期二育进场加速。但当前生猪仍处亏损状态，且二育进场或进一步造成供给后移压力，能繁去化短期受到二育扰动，长期去化大势不变。

牛肉价格中枢持续上移，行业预期分歧补栏谨慎，2025Q3 肉牛存栏环比仍下降。截至 2025 年 10 月 24 日，我国牛肉批发价 66.61 元/公斤，月环比+0.68%，同比+9.14%。据国家统计局，牛肉供给受出栏节奏及预期影响，存量牛肉供给持续释放，2025Q1-Q3 我国肉牛出栏 3564 万头，同比+2.0%，牛肉产量 550 万吨，同比+3.3%。2025Q3 我国牛存栏 9932 万头，同比-2.4%，环比-0.6%。目前肉牛养殖端补栏谨慎，2025Q3 肉牛存栏环比下行或进一步拉长牛周期景气上行时长。

● 周观点：生猪养殖亏损去化或加速，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

生猪及仔猪均陷亏损，叠加政策疫病多因素催化，生猪去化或加速。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

● 本周市场表现（10.20-10.24）：农业跑输大盘 4.24 个百分点

本周上证指数上涨 2.88%，农业指数下跌 1.36%，跑输大盘 4.24 个百分点。子板块来看，渔业板块领涨。个股来看，*ST 佳沃（+11.02%）、众兴菌业（+9.20%）、粤桂股份（+8.36%）领涨。

● 本周价格跟踪（10.20-10.24）：本周白羽鸡、牛肉、玉米价格环比上涨

10 月 24 日全国外三元生猪均价为 11.82 元/kg，较上周上涨 0.65 元/kg；仔猪均价为 17.66 元/kg，较上周下跌 0.33 元/kg；白条肉均价 15.45 元/kg，较上周上涨 0.77 元/kg。10 月 24 日猪料比价 3.54:1。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

目录

1、周观察：二育进场不改生猪去化大势，肉牛补栏谨慎景气延续性或更强	3
2、周观点：生猪养殖亏损去化或加速，宠物板块国货崛起逻辑持续强化	5
3、本周市场表现（10.20-10.24）：农业跑输大盘 4.24 个百分点	6
4、本周重点新闻（10.20-10.24）：农业农村部预计生猪及猪肉价格四季度中后期有望止跌回升、窄幅波动。	7
5、本周价格跟踪（10.20-10.24）：本周白羽鸡、牛肉、玉米等农产品价格环比上涨	8
6、主要肉类进口量	11
7、饲料产量	11
8、风险提示	12

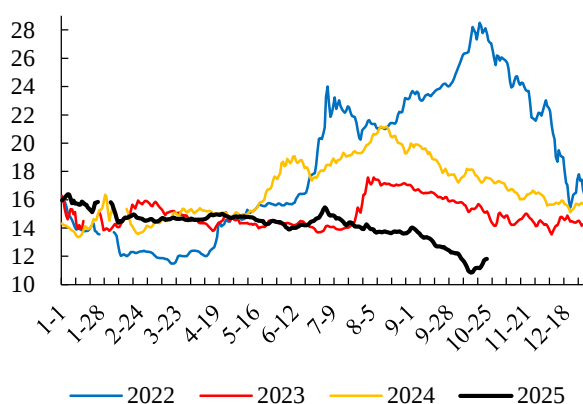
图表目录

图 1：猪价短期偏弱或渐至尾声(元/公斤).....	3
图 2：生猪屠宰量高于 2024 年同期（万头）	3
图 3：大猪供给偏紧，出栏均重小幅抬升（公斤/头）	3
图 4：肥猪溢价仍在（元/公斤）	3
图 5：2025 年 9 月我国能繁存栏 4035 万头，环比-0.07%.....	4
图 6：生猪板块估值处相对低位	4
图 7：行业二育占实际销量比重环比提升	4
图 8：二育栏舍利用率 44.8%，环比提升幅度较大	4
图 9：牛肉价格中枢抬升（元/公斤）	5
图 10：犊牛价格持续上行(元/公斤).....	5
图 11：本周农业指数下跌 1.36（%）	6
图 12：本周农业指数跑输大盘 4.24 个百分点	6
图 13：本周渔业板块领涨（%）	6
图 14：本周外三元生猪价格环比上涨	8
图 15：本周生猪自繁自养利润环比上涨	8
图 16：本周鸡苗均价环比上涨	9
图 17：本周毛鸡主产区均价环比上涨	9
图 18：本周黄羽肉鸡价格环比下降	9
图 19：本周牛肉价格环比上升	9
图 21：10 月 24 日鲈鱼价格环比下跌	10
图 22：10 月 24 日对虾价格环比下跌	10
图 23：本周玉米期货结算价环比上涨	10
图 24：本周豆粕期货结算价环比上涨	10
图 25：本周 NYBOT11 号糖环比下跌（美分/磅）	11
图 26：本周郑商所白糖收盘价环比上涨（元/吨）	11
图 27：2025 年 9 月猪肉进口量 8.00 万吨	11
图 28：2025 年 9 月鸡肉进口量 0.71 万吨	11
图 29：2025 年 9 月全国工业饲料总产量为 3036 万吨	12
表 1：农业个股涨跌幅排名：*ST 佳沃、众兴菌业、粤桂股份领涨	7
表 2：本周白羽鸡、牛肉、玉米等农产品价格环比上涨	8

1、周观察：二育进场不改生猪去化大势，肉牛补栏谨慎景气延续性或更强

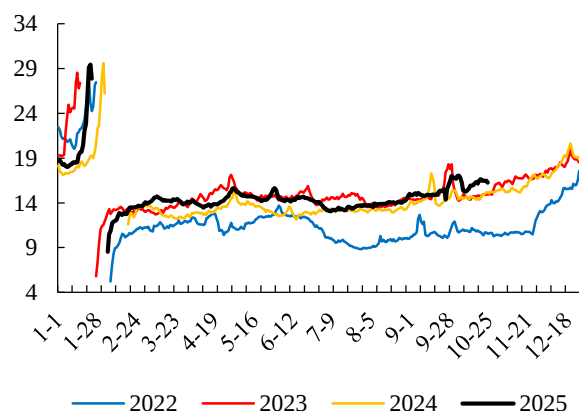
猪价触底反弹，秋冬标肥价差进一步走扩。据涌益咨询，截至 2025 年 10 月 24 日，全国生猪均价 11.81 元/公斤，周环比+0.63 元/公斤，同比-5.74 元/公斤。截至 2025 年 10 月 23 日，涌益样本生猪出栏均重 127.90 公斤/头，周环比-0.35 公斤/头，同比+1.56 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.78 元/公斤（周环比+0.02 元/公斤）。月末月初集团出栏缩量，散户惜售推动猪价上行，短期散户出栏占比下降及二育进场增多导致行业出栏均重下行，但冬季标肥价差走扩背景下，均重下行空间或有限。

图1：猪价短期偏弱或渐至尾声(元/公斤)



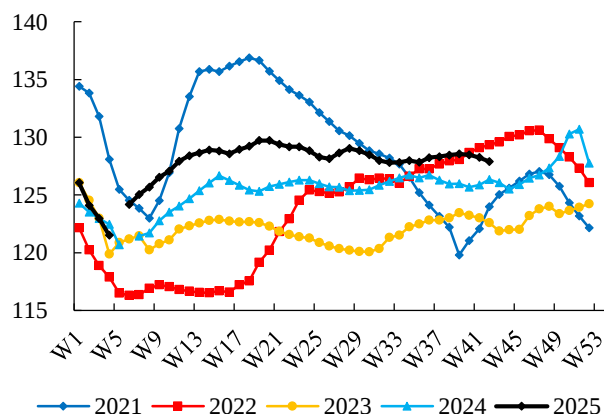
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图2：生猪屠宰量高于 2024 年同期（万头）



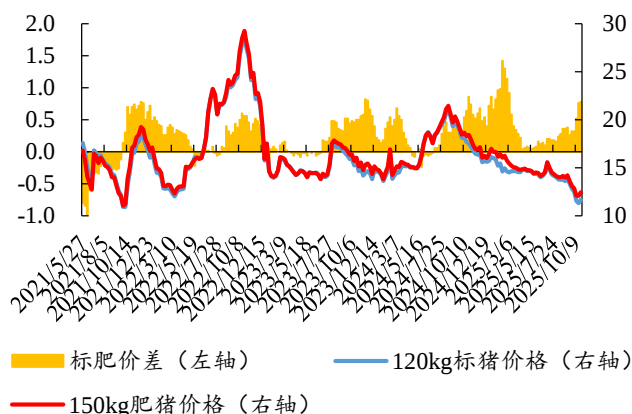
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图3：大猪供给偏紧，出栏均重小幅抬升（公斤/头）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

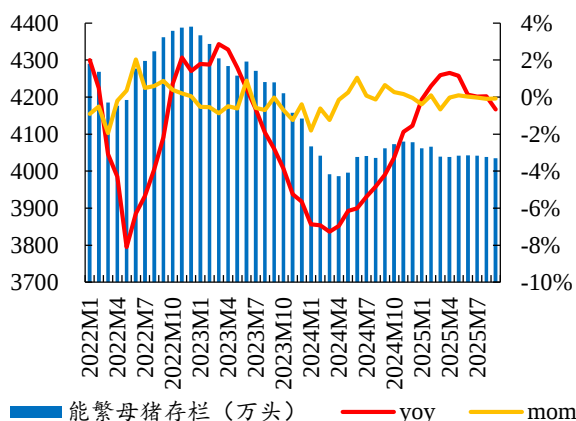
图4：肥猪溢价仍在（元/公斤）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

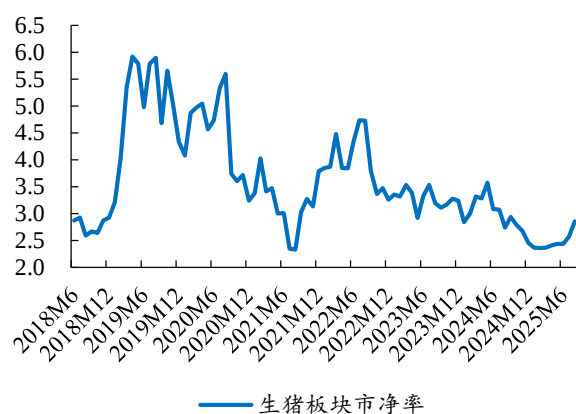
二育短期加速进场不改能繁去化大势。2025 年 10 月 10-20 日行业二育占实际销量比重 2.09%，环比+1.07pct，同比-2.28pct，二育栏舍利用率 44.8%，环比+12.8pct，同比-10.2pct。据国家统计局，2025 年 9 月我国能繁存栏 4035 万头，同比-0.66%，环比-0.07%。受低猪价及博弈年前行情驱动，行业短期二育进场加速。但当前生猪仍处亏损状态，且二育进场或进一步造成供给后移压力，能繁去化短期受到二育扰动，长期去化大势不变。

图5：2025年9月我国能繁存栏 4035 万头，环比-0.07%



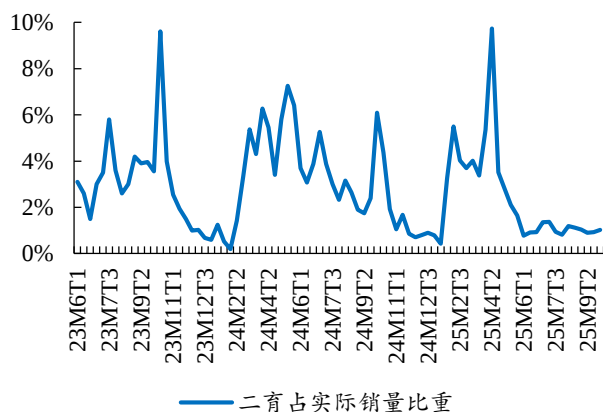
数据来源：Wind、农业农村部、开源证券研究所

图6：生猪板块估值处相对低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：行业二育占实际销量比重环比提升



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

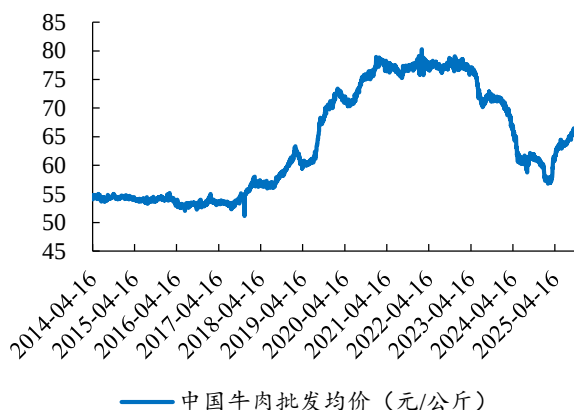
图8：二育栏舍利用率 44.8%，环比提升幅度较大



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

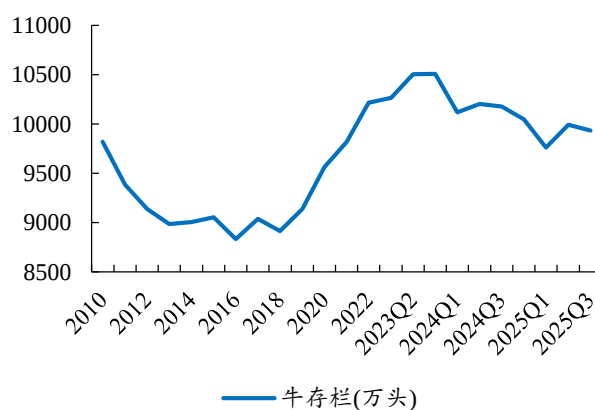
牛肉价格中枢持续上移，行业预期分歧补栏谨慎，2025Q3 肉牛存栏环比仍下降。截至 2025 年 10 月 24 日，我国牛肉批发价 66.61 元/公斤，月环比+0.68%，同比+9.14%。据国家统计局，牛肉供给受出栏节奏及预期影响，存量牛肉供给持续释放，2025Q1-Q3 我国肉牛出栏 3564 万头，同比+2.0%，牛肉产量 550 万吨，同比+3.3%。2025Q3 我国牛存栏 9932 万头，同比-2.4%，环比-0.6%。目前肉牛养殖端补栏谨慎，2025Q3 肉牛存栏环比下行或进一步拉长牛周期景气上行时长。

图9：牛肉价格中枢抬升（元/公斤）



数据来源：My steel、开源证券研究所

图10：犊牛价格持续上行(元/公斤)



数据来源：My steel、开源证券研究所

2、周观点：生猪养殖亏损去化或加速，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

生猪：生猪及仔猪均陷亏损，生猪去化或加速。猪价持续下行创年内新低，生猪养殖亏损幅度逐步加深。仔猪价格跌破成本线，生猪及仔猪同步亏损或加快母猪淘汰节奏，此外叠加农业农村部去产能调控政策、环保监管趋严及冬季非瘟高发等因素驱动，生猪主被动去化有望加速，生猪板块或进入黄金布局时点。重点推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。国内方面，2010-2024 年我国饲料产量由 1.62 亿吨提升至 3.15 亿吨，CAGR 达 4.86%，总产值由 0.49 万亿元提升至 1.26 万亿元，CAGR 达 6.94%。猪料及禽料占我国饲料产量达 87%，伴随国内生猪存栏恢复及禽类消费回暖，国内饲料生产有望改善。海外方面，亚太、拉美饲料行业规模大且景气度高，非洲有望在低基数上实现高增长，肉鸡料景气度领先，预计海外饲料强劲需求对价格存在支撑。推荐标的：海大集团、新希望等。

转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。2024 年 1 月 18 日，农业部发布《2023 年农业转基因生物安全证书批准清单（三）》，多项转基因玉米、大豆作物首次获发生产应用安全证书。种业振兴配套政策不断完善，行业龙头企业有望率先受益，推荐具备转基因技术优势的大北农；国内玉米传统育种技术龙头企业登海种业；基本面边际改善的隆平高科。

需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现。需求端，禽肉消费趋势向上，2014-2024 年我国畜禽肉类中禽肉消费占比由 19.6%提升至 26.3%，2024 年我国白羽肉鸡屠宰量达 86.46 亿只，同比+2.57%。供给端，2024 全年我国白羽祖代种鸡更新量达 150 万套供给充足，但 2024 年 11 月以来海外禽流感疫情再起叠加中美关税政策扰动，国内白羽鸡供给及更新引种成本存在不确定性。推荐一体化龙头圣农发展、养殖屠宰龙头禾丰股份。

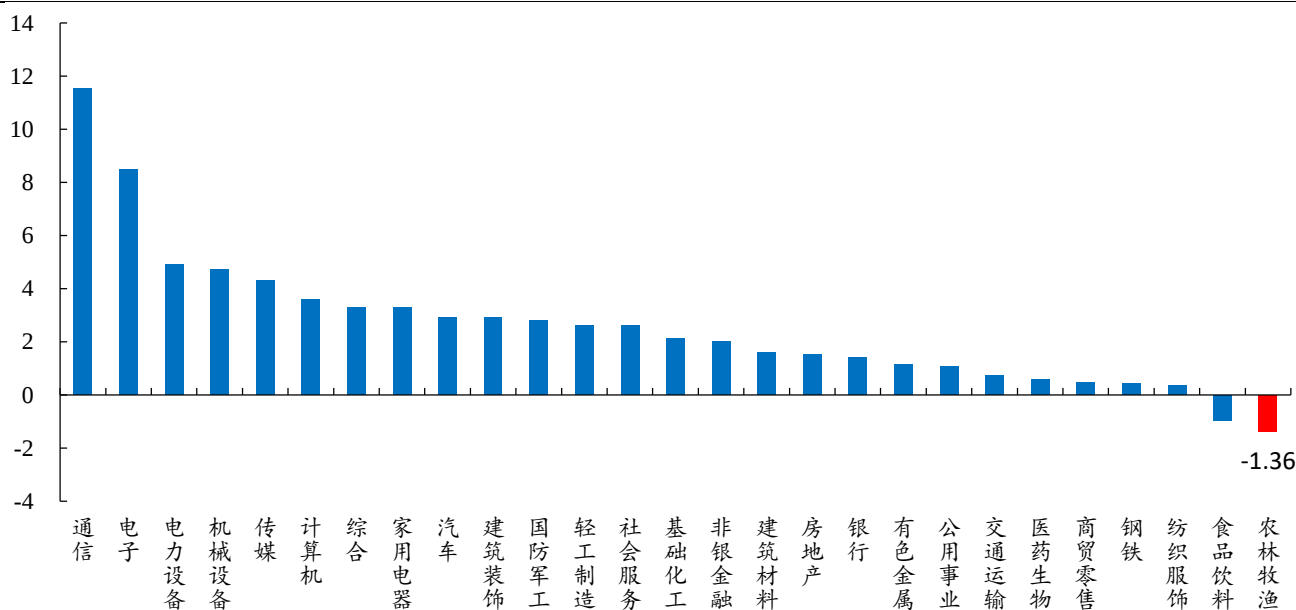
消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。2024 年城镇犬猫消费市场规模 3002 亿元，同比+7.5%，预计 2025-2027 年市场规模增速保持 10%以上。

据欧睿数据，2025 年中国宠物食品市场规模有望突破 600 亿人民币，2025-2028 年中国宠物食品市场规模 CAGR 达 9.64%。国内宠物主消费态度趋于理性化，单宠消费投入持续升级，叠加宠物食品进出口关税壁垒加剧，国货崛起逻辑持续强化。推荐标的：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

3、本周市场表现（10.20-10.24）：农业跑输大盘 4.24 个百分点

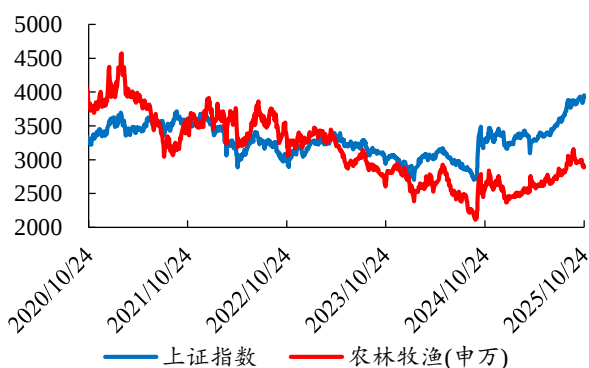
本周上证指数上涨 2.88%，农业指数下跌 1.36%，跑输大盘 4.24 个百分点。子板块来看，渔业板块领涨。个股来看，*ST 佳沃（+11.02%）、众兴菌业（+9.20%）、粤桂股份（+8.36%）领涨。

图11：本周农业指数下跌 1.36（%）



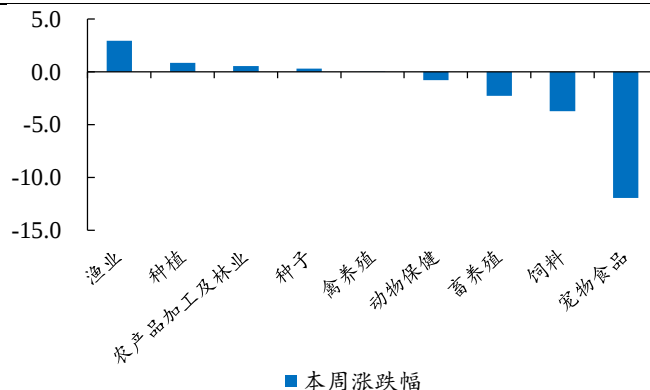
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：本周农业指数跑输大盘 4.24 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：本周渔业板块领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：农业个股涨跌幅排名：*ST 佳沃、众兴菌业、粤桂股份领涨

前 15 名			后 15 名		
300268.SZ	*ST 佳沃	11.02%	002852.SZ	道道全	-2.19%
002772.SZ	众兴菌业	9.20%	002299.SZ	圣农发展	-2.81%
000833.SZ	粤桂股份	8.36%	300498.SZ	温氏股份	-3.12%
000639.SZ	西王食品	6.89%	300189.SZ	神农科技	-3.18%
000663.SZ	永安林业	6.45%	300761.SZ	立华股份	-3.42%
001366.SZ	播恩集团	6.37%	002714.SZ	牧原股份	-3.48%
002069.SZ	獐子岛	6.20%	002100.SZ	天康生物	-3.73%
002458.SZ	益生股份	6.12%	300119.SZ	瑞普生物	-3.78%
300175.SZ	朗源股份	6.07%	002548.SZ	金新农	-3.81%
600097.SH	开创国际	5.86%	603477.SH	巨星农牧	-4.62%
002234.SZ	民和股份	5.11%	002311.SZ	海大集团	-5.68%
605567.SH	春雪食品	4.71%	688098.SH	中联生物	-5.95%
000972.SZ	中基健康	4.49%	300673.SZ	佩蒂股份	-6.75%
600540.SH	新赛股份	4.42%	603668.SH	天马科技	-9.64%
600962.SH	国投中鲁	4.22%	301498.SZ	乖宝宠物	-20.64%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至 2025 年 10 月 24 日

4、本周重点新闻（10.20-10.24）：农业农村部预计生猪及猪肉价格四季度中后期有望止跌回升、窄幅波动。

肉价格四季度中后期有望止跌回升、窄幅波动。

农业农村部预计生猪及猪肉价格四季度中后期有望止跌回升、窄幅波动。农业农村部发布农产品供需形势分析月报，其中指出，猪价有望止跌回升。从生产端看，二季度以来新生仔猪数量增长，将带动四季度生猪出栏量进入高峰。前期压栏大猪出清，二次育肥明显减少，生猪出栏节奏逐渐平稳，猪肉供给增幅低于出栏增幅。从消费端看，随着气温下降，南方地区将会陆续开展腊肉腌制，将有效提振猪肉消费。从贸易端看，受对原产于欧盟的进口猪肉及猪副产品实施临时反倾销措施，猪肉进口量可能会进一步下降。总体看，预计生猪及猪肉价格四季度中后期有望止跌回升、窄幅波动。（农业农村部）

10 月第 2 周生猪定点屠宰企业生猪收购和白条肉出厂价格情况。据农业农村部监测，2025 年 10 月 6 日-12 日，生猪定点屠宰企业生猪平均收购价格为 13.45 元/公斤，环比下降 3.0%同比下降 29.2%，白条肉平均出厂价格为 17.58 元/公斤，环比下降 2.7%，同比下降 28.5%。（农业农村部）

中国饲料工业协会发布 2025 年 9 月份全国饲料生产形势。2025 年 9 月，全国工业饲料产量 3036 万吨，环比增长 3.4%，同比增长 5.0%。其中，配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料同比分别增长 5.1%、0.3%、6.5%。主要饲料产品出厂价格同比下降，畜禽配合饲料、添加剂预混合饲料出厂价格环比以增为主，浓缩饲料出厂价格环比小幅下降。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 33.6%，同比下降 2.4 个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比为 14.3%。（中国饲料工业协会）

农业品牌推介活动在天津举行。10 月 18 日，第二十二届中国国际农产品交易会农业品牌推介活动在天津举行。会议指出，品牌是质量、信誉与消费引领的体现，需通过提升产品品种、深挖文化内涵、紧跟消费需求来强化品牌建设。活动中，多

地推介特色农产品，供需单位现场签约，并发布了金融支持“品牌强农”行动方案，以助力农业提质与农民增收。（农业农村部）

5、本周价格跟踪（10.20-10.24）：本周白羽鸡、牛肉、玉米等农产品价格环比上涨

表2：本周白羽鸡、牛肉、玉米等农产品价格环比上涨

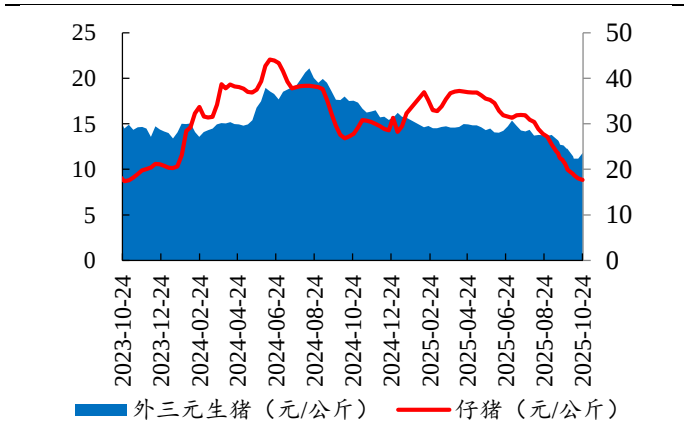
分类	项目	本周价格	周环比	前一周价格	周环比	前两周价格	周环比
生猪	生猪价格（元/公斤）	11.82	5.82%	11.17	-0.09%	11.18	-8.73%
	仔猪价格（元/公斤）	17.66	-1.83%	17.99	-3.90%	18.72	-6.02%
	生猪养殖利润：自繁自养（元/头）	-185.68	24.12%	-244.70	-60.83%	-152.15	-45.02%
	生猪养殖利润：外购仔猪（元/头）	-289.07	22.97%	-375.29	-24.67%	-301.04	-16.05%
白羽鸡	鸡苗价格（元/羽）	3.32	0.91%	3.29	2.17%	3.22	0.63%
	毛鸡价格（元/公斤）	6.88	0.15%	6.87	-0.15%	6.88	-0.15%
	毛鸡养殖利润（元/羽）	-1.76	13.30%	-2.03	8.97%	-2.23	-1.83%
	父母代种鸡养殖利润（元/羽）	0.57	5.56%	0.54	14.89%	0.47	4.44%
黄羽鸡	中速鸡价格（元/公斤）	12.30	-1.20%	12.45	-9.78%	13.80	2.22%
牛肉	牛肉价格（元/公斤）	66.21	0.21%	66.07	0.08%	66.02	-0.12%
水产品	草鱼价格（元/公斤）	16.38	-0.30%	16.43	-0.18%	16.46	-0.24%
	鲈鱼价格（元/公斤）	22.20	-5.93%	23.60	-2.88%	24.30	-5.81%
	对虾价格（元/公斤）	27.50	-1.79%	28.00	-6.67%	30.00	0.00%
大宗农产品	玉米期货价格（元/吨）	2134.00	0.28%	2128.00	-0.14%	2131.00	-1.62%
	豆粕期货价格（元/吨）	2339.00	0.04%	2338.00	-2.83%	2406.00	-0.29%
	ICE11号糖期货价格（美分/磅）	14.97	-3.61%	15.53	-5.88%	16.50	0.92%
	郑商所糖期货价格（元/吨）	5446.00	0.63%	5412.00	-1.53%	5496.00	0.31%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：草鱼价格数据更新滞后一周；红色数字表示环比上涨，绿色数字表示环比下跌，黄色数字表示无变动

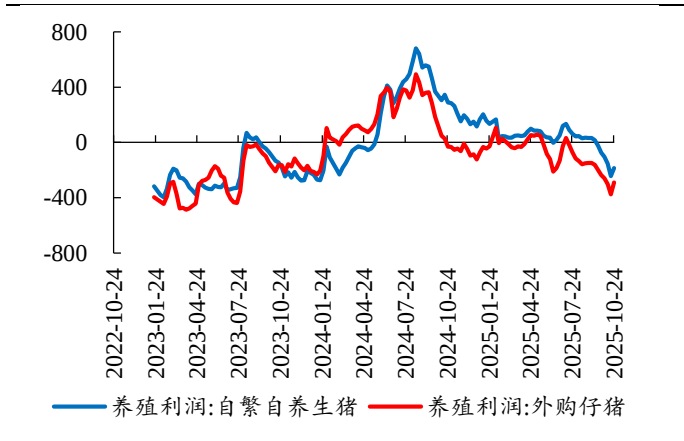
生猪养殖：10月24日全国外三元生猪均价为 11.82 元/kg，较上周上涨 0.65 元/kg；仔猪均价为 17.66 元/kg，较上周下跌 0.33 元/kg；白条肉均价 15.45 元/kg，较上周上涨 0.77 元/kg。10月24日猪料比价为 3.54:1。自繁自养头均利润-185.68 元/头，环比+59.01 元/头；外购仔猪头均利润-289.07 元/头，环比+86.22 元/头。

图14：本周外三元生猪价格环比上涨



数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

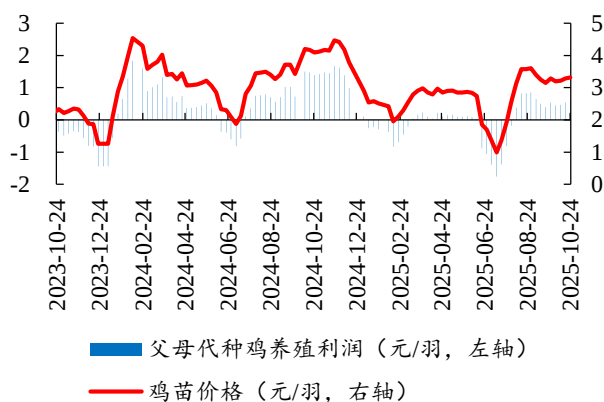
图15：本周生猪自繁自养利润环比上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

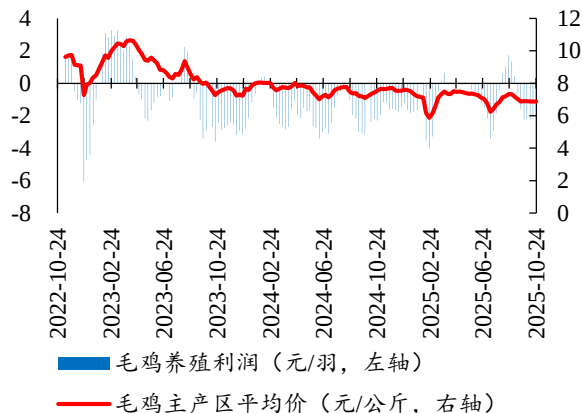
白羽肉鸡：本周鸡苗均价 3.32 元/羽，环比+0.91%；毛鸡均价 6.88 元/公斤，环比+0.15%；毛鸡养殖利润-1.76 元/羽，环比+0.27 元/羽。

图16：本周鸡苗均价环比上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

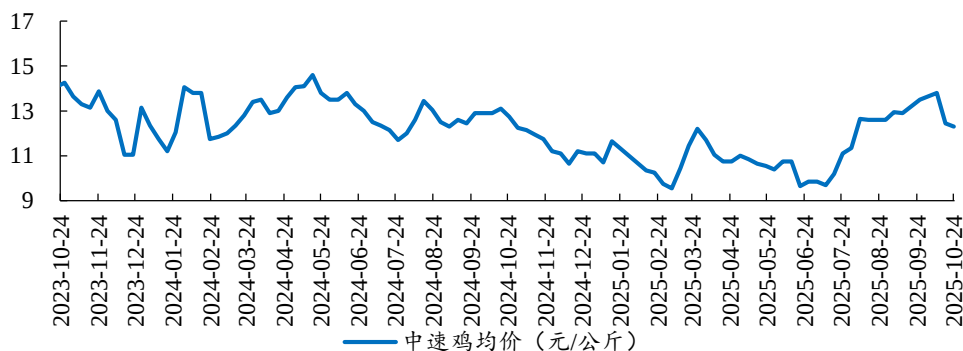
图17：本周毛鸡主产区均价环比上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

黄羽肉鸡：10月24日中速鸡均价 12.30 元/公斤，环比-0.15 元/公斤。

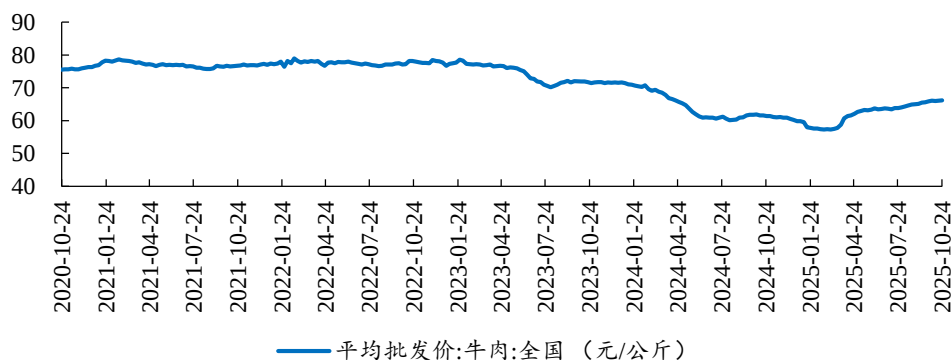
图18：本周黄羽肉鸡价格环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

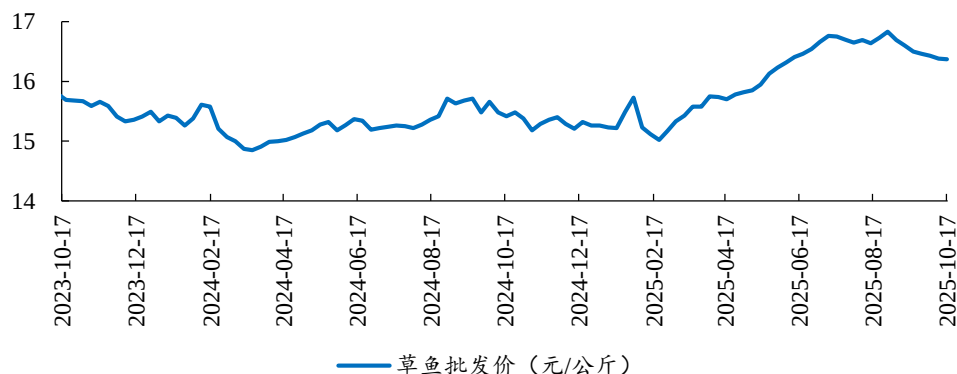
牛肉：10月24日牛肉均价 66.21 元/公斤，环比上周上涨 0.14 元/公斤。

图19：本周牛肉价格环比上升

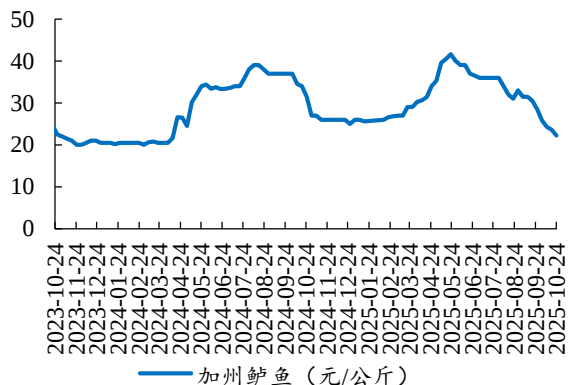


数据来源：新牧网、开源证券研究所

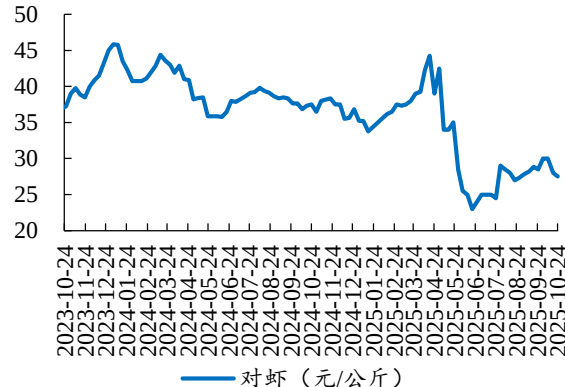
水产品：上周草鱼价格 16.38 元/公斤，环比-0.30%；据海大农牧数据，10月24日鲈鱼价格 22.20 元/公斤，环比-5.93%；10月23日对虾价格 27.50 元/公斤，环比-1.79%。

图20：10.13-10.17 草鱼价格环比下跌


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：草鱼价格滞后一周

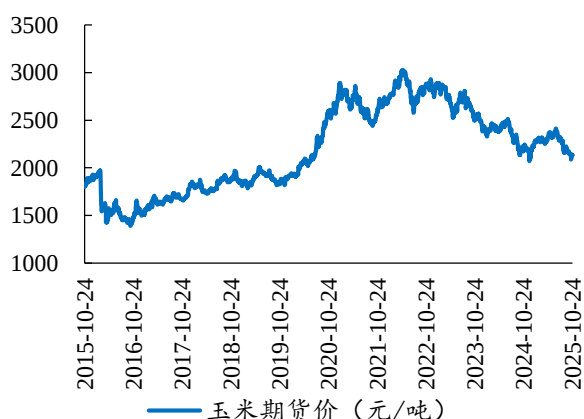
图21：10月24日鲈鱼价格环比下跌


数据来源：海大农牧、开源证券研究所

图22：10月24日对虾价格环比下跌


数据来源：海大农牧、开源证券研究所

大宗农产品：本周大商所玉米期货结算价为 2134.00 元/吨，周环比+0.28%；豆粕期货活跃合约结算价为 2339.00 元/吨，周环比+0.04%。

图23：本周玉米期货结算价环比上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：本周豆粕期货结算价环比上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

糖：NYBOT11 号糖 10 月 24 日收盘价 14.97 美分/磅，周环比-3.61%。国内糖价，郑商所白砂糖期货 10 月 24 日收盘价 5446.00 元/吨，周环比+0.63%。

图25：本周 NYBOT11 号糖环比下跌（美分/磅）


数据来源：Wind、开源证券研究所

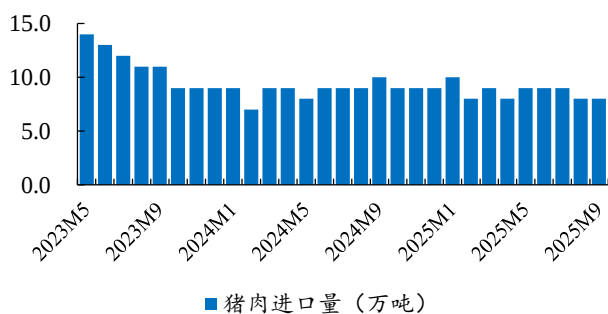
图26：本周郑商所白糖收盘价环比上涨（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

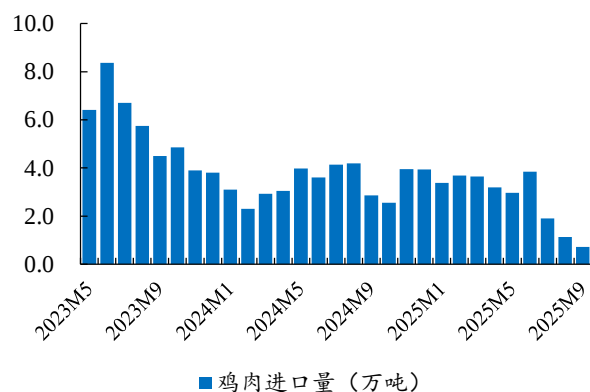
6、主要肉类进口量

猪肉进口：据海关总署数据，2025 年 9 月猪肉进口 8.00 万吨，同比-22.5%。

鸡肉进口：据海关总署数据，2025 年 9 月鸡肉进口 0.71 万吨，同比-75.2%。

图27：2025 年 9 月猪肉进口量 8.00 万吨


数据来源：海关总署、开源证券研究所

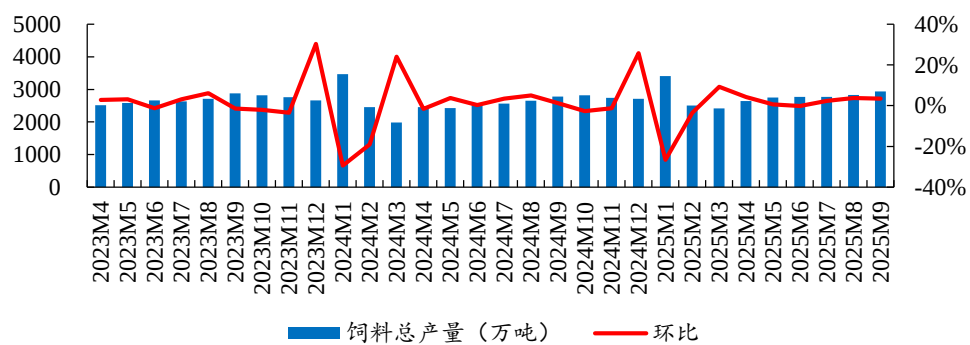
图28：2025 年 9 月鸡肉进口量 0.71 万吨


数据来源：海关总署、开源证券研究所

7、饲料产量

据中国饲料工业协会，2025 年 9 月全国工业饲料产量 3036 万吨，环比+3.4%。

图29：2025年9月全国工业饲料总产量为3036万吨



数据来源：饲料工业协会、开源证券研究所

8、风险提示

宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

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的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	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	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

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

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

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