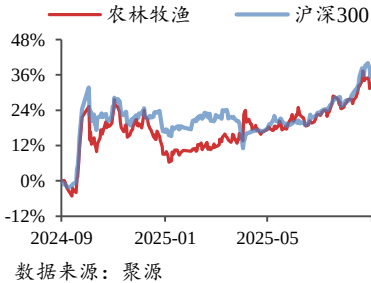


农林牧渔

2025 年 09 月 07 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《2025H1 养殖链盈利高增，宠物板块景气延续——行业点评报告》-2025.9.4

《养殖链盈利修复驱动 2025H1 农业板块利润同比高增——行业周报》-2025.8.31

《收储助推猪价见底回升，宠物食品出口及国内消费高景气延续——行业周报》-2025.8.24

我国对欧盟进口猪肉反倾销初步裁定落地，生猪板块迎配置良机

——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：我国对欧盟进口猪肉反倾销初步裁定落地，生猪板块迎配置良机**

商务部对原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品反倾销调查的初步裁定，决定采用保证金形式实施临时反倾销措施。2025 年 9 月 5 日，我国商务部发布公告认定原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品存在倾销，并决定自 2025 年 9 月 10 日起采用保证金形式实施临时反倾销措施，具体保证金率在 15.6%-62.4%，依据调查时各公司配合情况决定。征收保证金作为初步反倾销裁定措施，根据此前商务部公告，预计 2025 年 12 月 16 日作出终裁，终裁若决定征收反倾销税，保证金或将用于抵扣税款。我国进口猪肉及猪杂碎中欧盟占比超 50%，反倾销征收保证金或驱动国内猪价中枢上移。2025 上半年我国猪肉及猪杂碎进口量达 115 万吨，其中自欧盟进口量 60 万吨，欧盟占我国猪肉及猪杂碎进口量 52%，伴随我国对欧盟猪肉及猪杂碎进口产品征收保证金落地，进口猪肉成本抬升供给减少，有望驱动国内猪价中枢上移。

猪价或阶段性触底，需求边际向好，肥猪溢价走扩。据涌益咨询，截至 2025 年 9 月 5 日，全国生猪均价 13.79 元/公斤，周环比+0.08 元/公斤。截至 2025 年 9 月 4 日，涌益样本生猪出栏均重 128.23 公斤/头，周环比+0.40 公斤/头，同比+1.50 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.38 元/公斤（周环比+0.02 元/公斤）。展望后市，气温逐步转凉，需求边际向好，市场大猪供给逐步偏紧，标肥价差走扩，猪价或阶段性触底向上。此外，政策端持续推进行业能繁去化，猪肉进口方面有反倾销催化，生猪板块低位建议积极配置。

● **周观点：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑持续强化**

基本面政策面双轮驱动 2025H2 猪价环比上行，生猪投资逻辑边际改善。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（9.1-9.5）：农业跑输大盘 0.14 个百分点**

本周上证指数下跌 1.18%，农业指数下跌 1.32%，跑输大盘 0.15 个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，粤桂股份（+13.19%）、宏辉果蔬（+9.23%）、晓鸣股份（+7.09%）领涨。

● **本周价格跟踪（9.1-9.5）：本周黄羽鸡、牛肉等农产品价格环比上涨**

9 月 5 日全国外三元生猪均价为 13.77 元/kg，较上周上涨 0.11 元/kg；仔猪均价为 25.4 元/kg，较上周下跌 1.74 元/kg；白条肉均价 18.15 元/kg，较上周上涨 0.17 元/kg。9 月 5 日猪料比价为 4.12:1。

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：欧盟进口猪肉反倾销初步裁定落地，生猪板块迎配置良机	3
2、周观点：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑持续强化	4
3、本周市场表现（9.1-9.5）：农业跑输大盘 0.15 个百分点	5
4、本周重点新闻（9.1-9.5）：农业农村部公布 2025 年 7 月份规模以上生猪定点屠宰率企业屠宰量环比+5.3%。	6
5、本周价格跟踪（9.1-9.5）：本周黄羽鸡、牛肉、玉米、豆粕等农产品价格环比上涨	7
6、主要肉类进口量	10
7、饲料产量	11
8、风险提示	11

图表目录

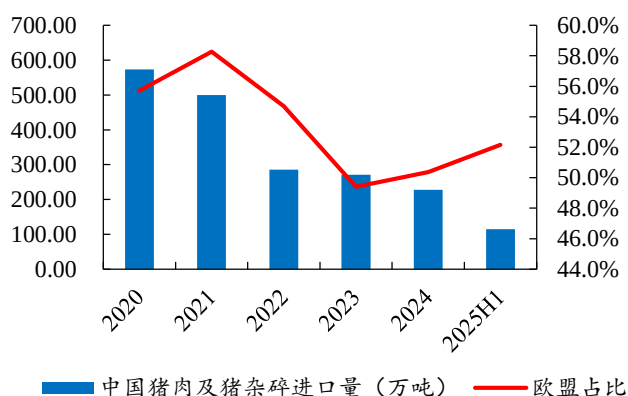
图 1：2025 上半年欧盟占我国猪肉及猪杂碎进口量 52%	3
图 2：2025H1 我国国内猪肉产量达 3020 万吨	3
图 3：猪价或阶段性触底(元/公斤)	4
图 4：生猪屠宰量高于 2024 年同期（万头）	4
图 5：大猪供给偏紧，出栏均重消费抬升（公斤/头）	4
图 6：标肥价差走扩（元/公斤）	4
图 7：本周农业指数下跌 1.32（%）	5
图 8：本周农业指数跑输大盘 0.15 个百分点	6
图 9：本周宠物食品板块涨幅最大（%）	6
图 10：本周外三元生猪价格环比下跌	8
图 11：本周生猪自繁自养利润环比下跌	8
图 12：本周鸡苗均价环比上涨	8
图 13：本周毛鸡主产区均价环比持平	8
图 14：本周黄羽肉鸡价格环比上涨	8
图 15：9 月 5 日牛肉价格环比上涨	9
图 17：9 月 5 日鲈鱼价格环比下跌	9
图 18：9 月 4 日对虾价格环比上涨	9
图 19：本周玉米期货结算价环比上涨	10
图 20：本周豆粕期货结算价环比上涨	10
图 21：本周 NYBOT11 号糖环比下跌（美分/磅）	10
图 22：本周郑商所白糖收盘价环比下跌（元/吨）	10
图 23：2025 年 7 月猪肉进口量 9.00 万吨	11
图 24：2025 年 7 月鸡肉进口量 1.90 万吨	11
图 25：2025 年 7 月全国工业饲料总产量为 2831 万吨	11
表 1：农业个股涨跌幅排名：粤桂股份、宏辉果蔬、晓鸣股份领涨	6
表 2：本周黄羽鸡、牛肉、玉米、豆粕等农产品价格环比上涨	7

1、周观察：我国对欧盟进口猪肉反倾销初步裁定落地，生猪板块迎配置良机

商务部对原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品反倾销调查的初步裁定，决定采用保证金形式实施临时反倾销措施。2025年9月5日，我国商务部发布公告《公布对原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品反倾销调查的初步裁定》，认定原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品存在倾销，并决定自2025年9月10日起采用保证金形式实施临时反倾销措施，具体保证金率在15.6%-62.4%，依据调查时各公司配合情况决定。征收保证金作为初步反倾销裁定措施，根据此前商务部公告，预计2025年12月16日作出终裁，终裁若决定征收反倾销税，保证金或将用于抵扣税款。

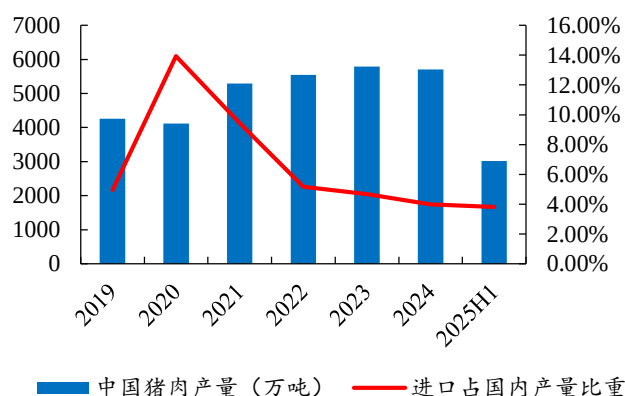
我国进口猪肉及猪杂碎中欧盟占比超50%，反倾销征收保证金或驱动国内猪价中枢上移。2025上半年我国猪肉及猪杂碎进口量达115万吨，其中自欧盟进口量60万吨，欧盟占我国猪肉及猪杂碎进口量52%。2025H1我国国内猪肉产量达3020万吨，进口猪肉及猪杂碎占国内猪肉产量3.81%。我国进口猪肉及猪杂碎中欧盟占比超50%，伴随我国对欧盟猪肉及猪杂碎进口产品征收保证金落地，进口猪肉成本抬升供给减少，有望驱动国内猪价中枢上移。

图1：2025上半年欧盟占我国猪肉及猪杂碎进口量52%



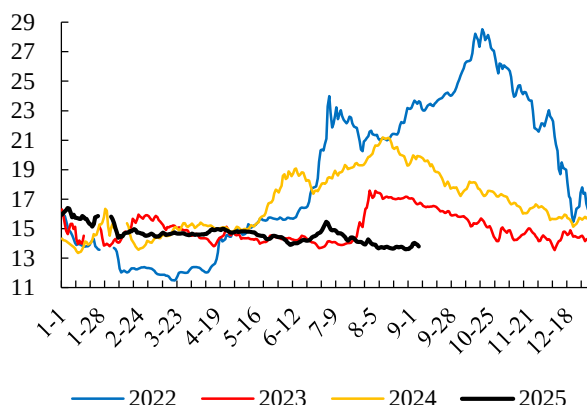
数据来源：Wind、My steel、开源证券研究所

图2：2025H1我国国内猪肉产量达3020万吨

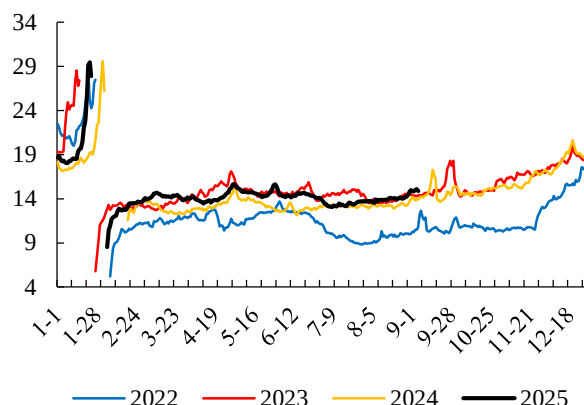


数据来源：Wind、My steel、开源证券研究所

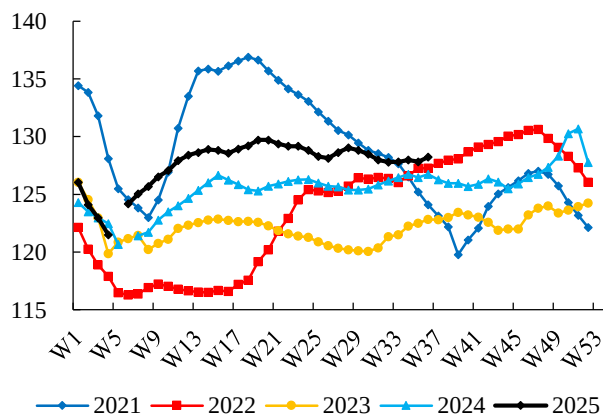
猪价或阶段性触底，需求边际向好，肥猪溢价走扩。据涌益咨询，截至2025年9月5日，全国生猪均价13.79元/公斤，周环比+0.08元/公斤，同比-6.12元/公斤。截至2025年9月4日，涌益样本生猪出栏均重128.23公斤/头，周环比+0.40公斤/头，同比+1.50公斤/头，150kg肥猪较120kg标猪溢价0.38元/公斤（周环比+0.02元/公斤）。受前期疫病及散户恐慌出栏影响，猪价承压下行，展望后市，气温逐步转凉，需求边际向好，市场大猪供给逐步偏紧，标肥价差走扩，猪价或阶段性触底向上。此外，政策端持续推进行业能繁去化，猪肉进口方面有反倾销催化，生猪板块低位建议积极配置。

图3：猪价或阶段性触底(元/公斤)


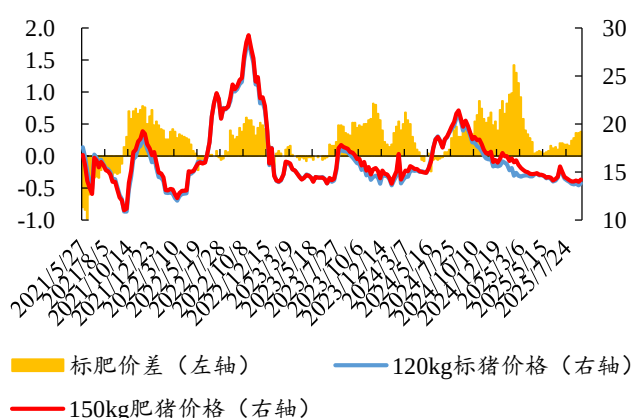
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图4：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5：大猪供给偏紧，出栏均重消费抬升（公斤/头）


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图6：标肥价差走扩（元/公斤）


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

2、周观点：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑

持续强化

生猪：基本面政策面双轮驱动 2025H2 猪价环比上行，生猪投资逻辑边际改善。 基本面，前期能繁超淘及冬季仔猪损失缺口传导将至，2025H2 猪价有强支撑。政策面，2025H2CPI 同比下行压力偏大，政策层面或通过严查检疫调运、环保督察、单向收储等多重措施调控产能及猪肉供给，推动猪价上行。生猪投资逻辑持续改善。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。

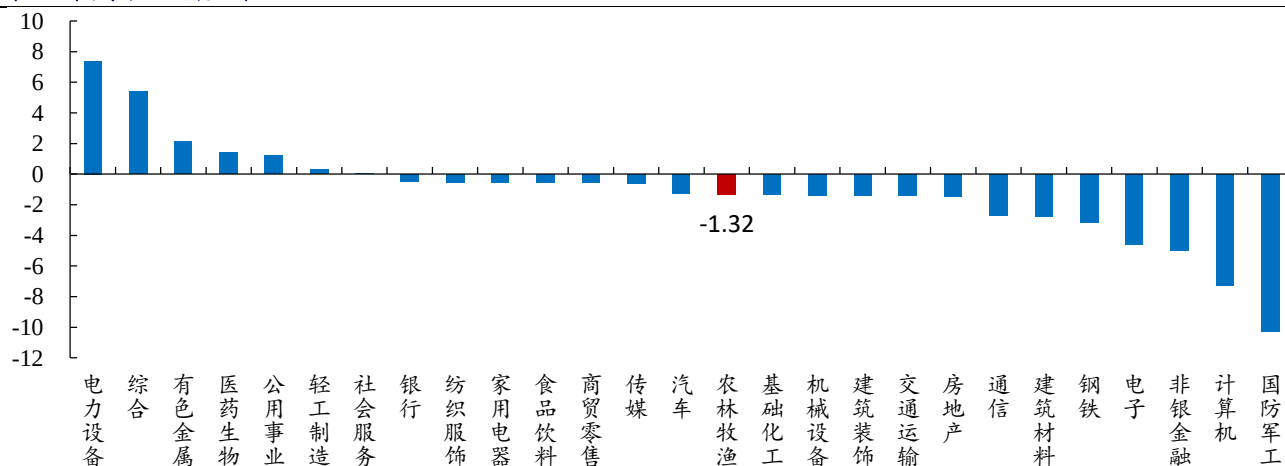
需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现。需求端，禽肉消费趋势向上，2014-2024 年我国畜禽肉类中禽肉消费占比由 19.6%提升至 26.3%，2024 年我国白羽肉鸡屠宰量达 86.46 亿只，同比+2.57%。供给端，2024 全年我国白羽祖代种鸡更新量达 150 万套供给充足，但 2024 年 11 月以来海外禽流感疫情再起叠加中美关税政策扰动，国内白羽鸡供给及更新引种成本存在不确定性。推荐一体化龙头圣农发展、养殖屠宰龙头禾丰股份。

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（9.1-9.5）：农业跑输大盘 0.15 个百分点

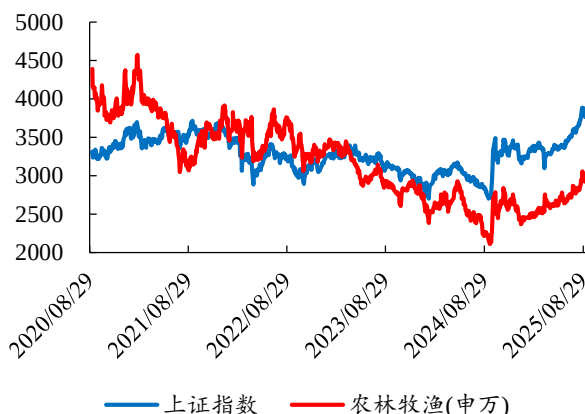
本周上证指数下跌 1.18%，农业指数下跌 1.32%，跑输大盘 0.15 个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，粤桂股份（+13.19%）、宏辉果蔬（+9.23%）、晓鸣股份（+7.09%）领涨。

图7：本周农业指数下跌 1.32（%）



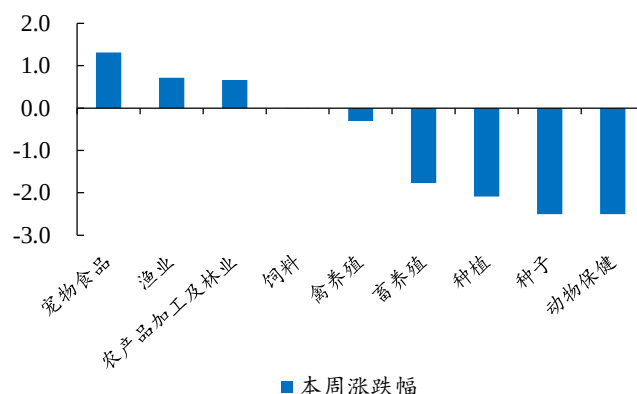
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：本周农业指数跑输大盘 0.15 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：本周宠物食品板块涨幅最大(%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：农业个股涨跌幅排名：粤桂股份、宏辉果蔬、晓鸣股份领涨

前 15 名			后 15 名		
000833.SZ	粤桂股份	13.19%	600127.SH	金健米业	-2.27%
603336.SH	宏辉果蔬	9.23%	002714.SZ	牧原股份	-2.29%
300967.SZ	晓鸣股份	7.09%	600598.SH	北大荒	-2.42%
001222.SZ	源飞宠物	6.05%	600962.SH	国投中鲁	-2.62%
600737.SH	中粮糖业	5.44%	002157.SZ	*ST 正邦	-2.94%
000972.SZ	中基健康	5.39%	001201.SZ	东瑞股份	-2.98%
600467.SH	好当家	5.04%	600354.SH	敦煌种业	-3.17%
000639.SZ	西王食品	4.38%	002891.SZ	中宠股份	-3.26%
603151.SH	邦基科技	3.91%	300119.SZ	瑞普生物	-3.52%
603668.SH	天马科技	3.57%	300087.SZ	荃银高科	-3.53%
002548.SZ	金新农	3.08%	600201.SH	生物股份	-4.00%
000048.SZ	京基智农	3.04%	300268.SZ	*ST 佳沃	-4.23%
001366.SZ	播恩集团	2.99%	300511.SZ	雪榕生物	-4.76%
301498.SZ	乖宝宠物	2.77%	688098.SH	申联生物	-5.01%
002840.SZ	华统股份	2.73%	300189.SZ	神农科技	-8.86%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至 2025 年 9 月 6 日

4、本周重点新闻（9.1-9.5）：农业农村部公布 2025 年 7 月份规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量环比+5.3%。

农业农村部公布 2025 年 7 月份规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量环比+5.3%。据农业农村部，2025 年 7 月份规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量 3166 万头，环比增长 5.3%，同比增长 30.4%；2025 年 1-7 月规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量 21521 万头，同比增长 16.6%；2025 年 7 月末能繁母猪存栏 4042 万头，月度环比 0%，同比增长 0%。

商务部公布对原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品反倾销调查的初步裁定。调查机关初步认定，原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品存在倾销，国内产业受到实质损害，而且倾销与实质损害之间存在因果关系。根据《反倾销条例》第二十

八条和第二十九条的规定，调查机关决定采用保证金形式实施临时反倾销措施。自2025年9月10日起，进口经营者在进口被调查产品时，应依据本初裁决定所确定的各公司的保证金比率向中华人民共和国海关提供相应的保证金。

商务部公布对延长对原产于加拿大的进口油菜籽反倾销调查期限决定。根据《中华人民共和国反倾销条例》的规定，2024年9月9日，商务部发布2024年第37号公告，决定对原产于加拿大的进口油菜籽进行反倾销立案调查。鉴于本案情况复杂，根据《中华人民共和国反倾销条例》第二十六条的规定，商务部决定将本案的调查期限延长至2026年3月9日。

5、本周价格跟踪（9.1-9.5）：本周黄羽鸡、牛肉、玉米、豆粕等农产品价格环比上涨

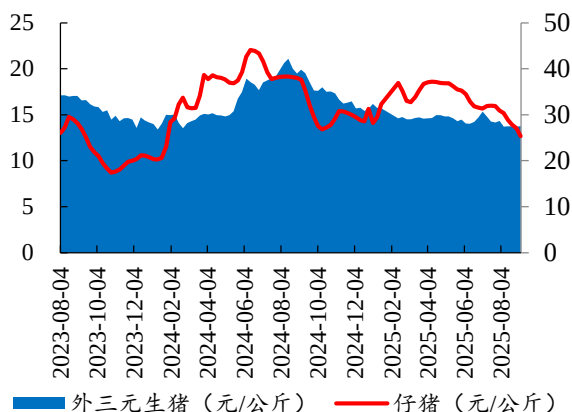
表2：本周黄羽鸡、牛肉、玉米、豆粕等农产品价格环比上涨

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）	13.77	0.81%	13.66	-0.51%	13.73	-0.22%
	仔猪价格（元/公斤）	25.40	-6.41%	27.14	-2.30%	27.78	-3.78%
	生猪养殖利润：自繁自养（元/头）	52.65	63.33%	32.24	-5.04%	33.95	17.67%
	生猪养殖利润：外购仔猪（元/头）	-126.24	14.94%	-148.41	2.24%	-151.80	3.34%
白羽鸡	鸡苗价格（元/羽）	3.40	-5.82%	3.61	0.84%	3.58	0.00%
	毛鸡价格（元/公斤）	7.17	-2.18%	7.33	0.00%	7.33	1.81%
	毛鸡养殖利润（元/羽）	0.44	-67.88%	1.37	-20.81%	1.73	67.96%
	父母代种鸡养殖利润（元/羽）	0.65	-24.42%	0.86	3.61%	0.83	0.00%
黄羽鸡	中速鸡价格（元/公斤）	12.95	2.78%	12.60	0.00%	12.60	0.00%
牛肉	牛肉价格（元/公斤）	65.12	0.11%	65.05	0.26%	64.88	0.42%
水产品	草鱼价格（元/公斤）	16.73	0.54%	16.64	-0.30%	16.69	0.24%
	鲈鱼价格（元/公斤）	31.50	-4.55%	33.00	6.45%	31.00	-3.13%
	对虾价格（元/公斤）	27.83	1.79%	27.34	1.26%	27.00	-3.57%
大宗农产品	玉米期货价格（元/吨）	2219.00	1.46%	2187.00	1.39%	2157.00	-1.60%
	豆粕期货价格（元/吨）	2536.00	1.60%	2496.00	-2.04%	2548.00	-2.41%
	ICE11号糖期货价格（美分/磅）	15.58	-5.58%	16.50	-0.48%	16.58	3.43%
	郑商所糖期货价格（元/吨）	5523.00	-1.45%	5604.00	-1.16%	5670.00	0.16%

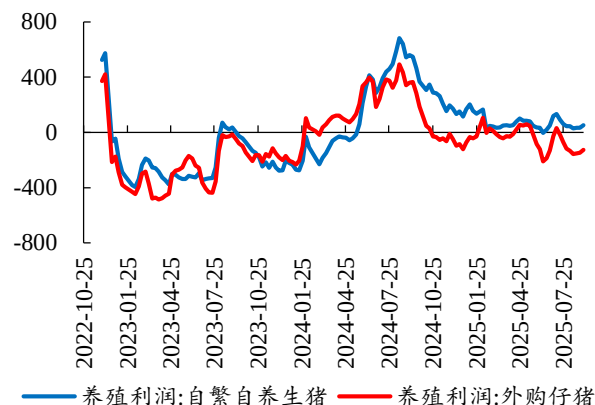
数据来源：Wind、开源证券研究所

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：9月5日全国外三元生猪均价为13.77元/kg，较上周上涨0.11元/kg；仔猪均价为25.4元/kg，较上周下跌1.74元/kg；白条肉均价18.15元/kg，较上周上涨0.17元/kg。9月5日猪料比价为4.12:1。自繁自养头均利润52.65元/头，环比+63.33元/头；外购仔猪头均利润-126.24元/头，环比+14.94元/头。

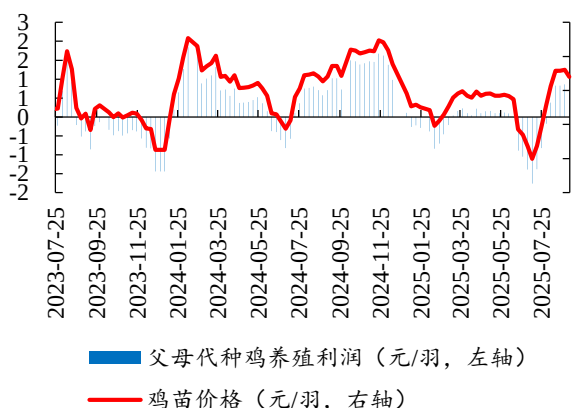
图10：本周外三元生猪价格环比下跌


数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

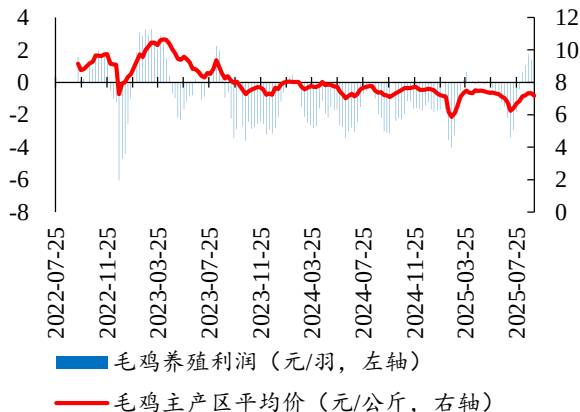
图11：本周生猪自繁自养利润环比下跌


数据来源：Wind、开源证券研究所

白羽肉鸡：本周鸡苗均价 3.40 元/羽，环比-5.82%；毛鸡均价 7.17 元/公斤，环比-2.18%；毛鸡养殖利润 0.44 元/羽，环比-0.93 元/羽。

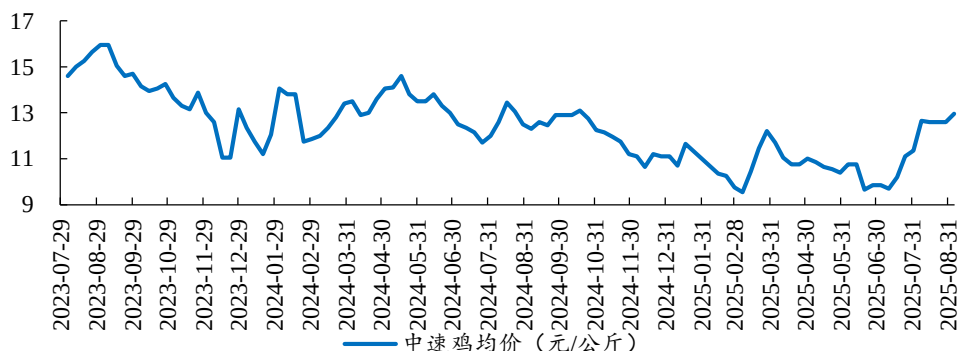
图12：本周鸡苗均价环比上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：本周毛鸡主产区均价环比持平


数据来源：Wind、开源证券研究所

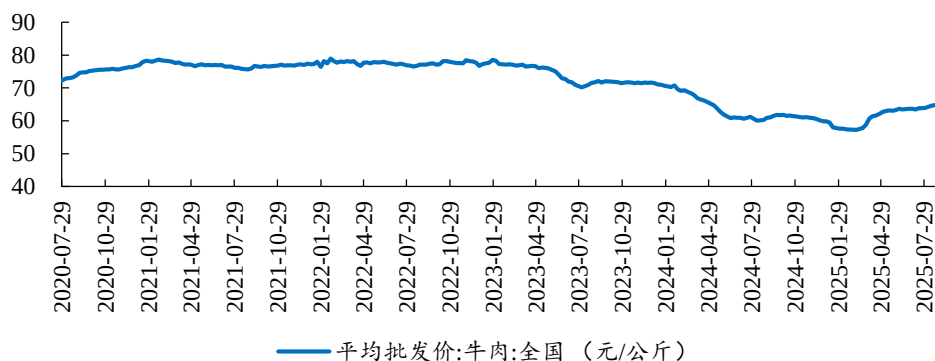
黄羽肉鸡：9月5日中速鸡均价 12.95 元/公斤，环比+0.35 元/公斤。

图14：本周黄羽肉鸡价格环比上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

牛肉：9月5日牛肉均价 65.12 元/公斤，环比上周上涨 0.07 元/公斤。

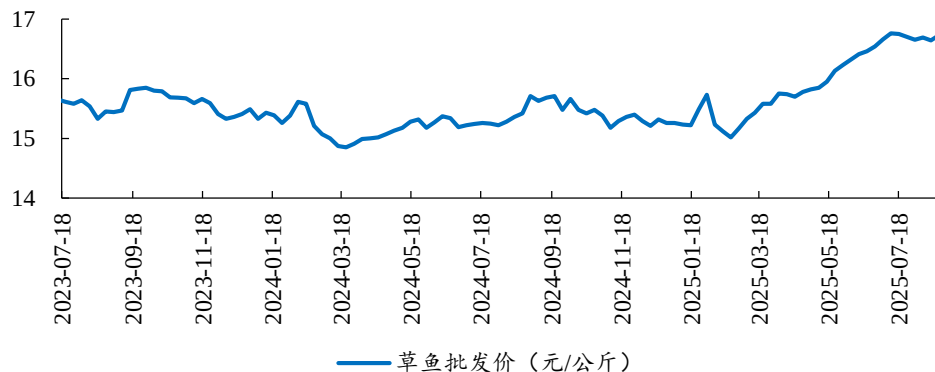
图15：9月5日牛肉价格环比上涨



数据来源：新牧网、开源证券研究所

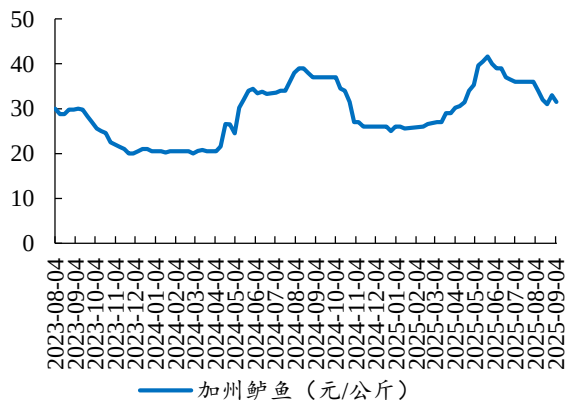
水产品：上周草鱼价格 16.73 元/公斤，环比+0.54%；据海大农牧数据，9月5日鲈鱼价格 31.50 元/公斤，环比-4.55%；9月4日对虾价格 27.83 元/公斤，环比+1.79%。

图16：9.1-9.5 草鱼价格环比上涨



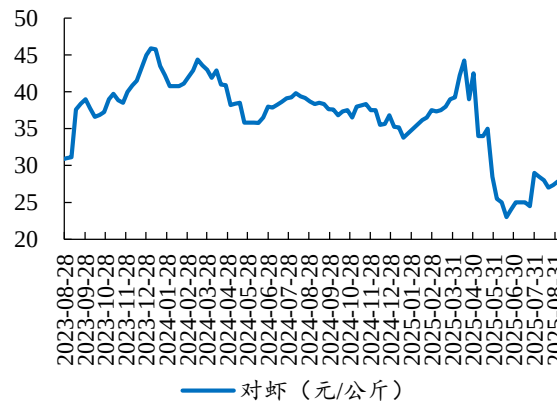
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：草鱼价格滞后一周

图17：9月5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18：9月4日对虾价格环比上涨

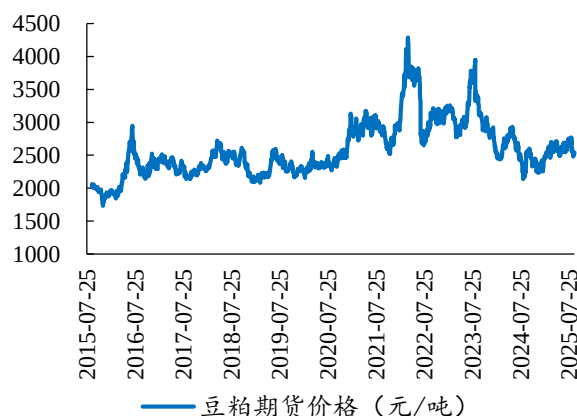


数据来源：海大农牧、开源证券研究所

大宗农产品：本周大商所玉米期货结算价为 2219.00 元/吨，周环比+1.46%；豆粕期货活跃合约结算价为 2536.00 元/吨，周环比+1.60%。

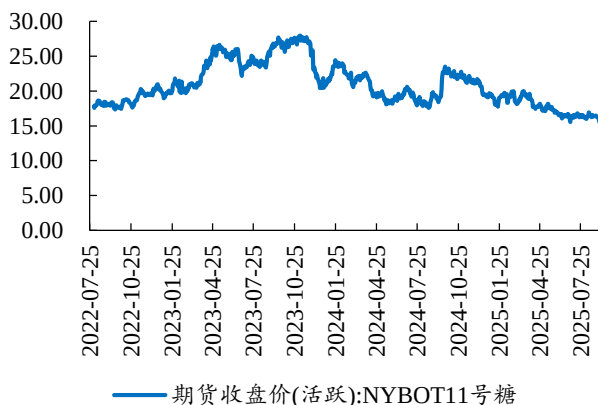
图19：本周玉米期货结算价环比上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：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 9 月 5 日收盘价 15.58 美分/磅，周环比-5.58%。国内糖价，郑商所白砂糖期货 9 月 5 日收盘价 5523.00 元/吨，周环比-1.45%。

图21：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22：本周郑商所白糖收盘价环比下跌（元/吨）

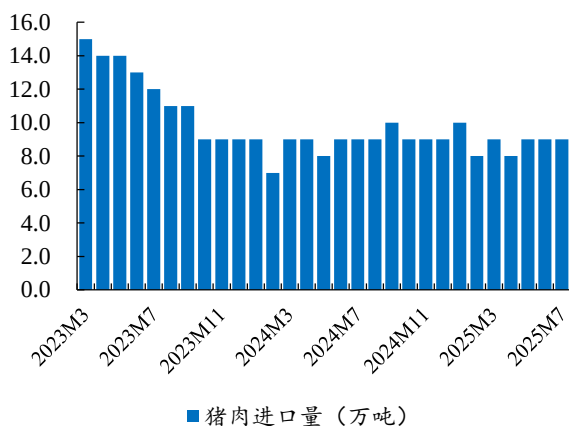

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、主要肉类进口量

猪肉进口：据海关总署数据，2025 年 7 月猪肉进口 9.00 万吨，同比-0.6%。

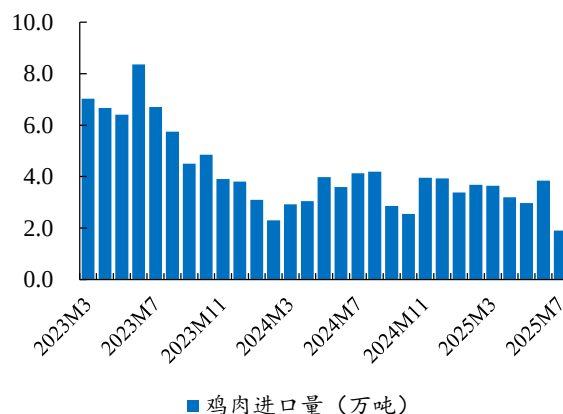
鸡肉进口：据海关总署数据，2025 年 7 月鸡肉进口 1.90 万吨，同比-54.1%。

图23: 2025 年 7 月猪肉进口量 9.00 万吨



数据来源: 海关总署、开源证券研究所

图24: 2025 年 7 月鸡肉进口量 1.90 万吨

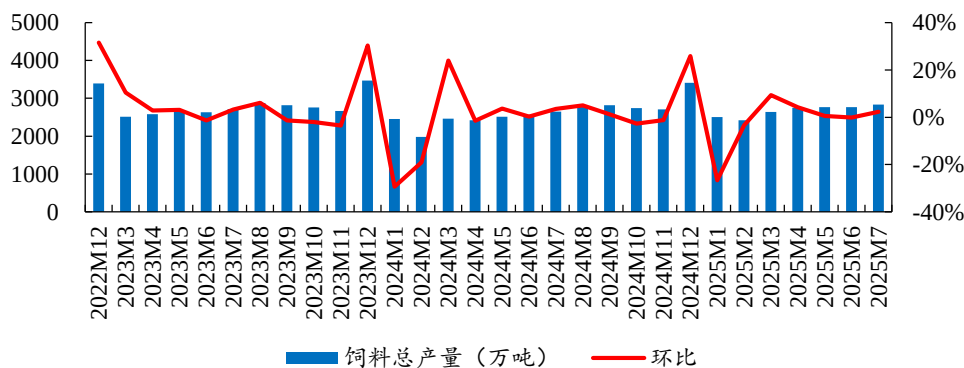


数据来源: 海关总署、开源证券研究所

7、饲料产量

据中国饲料工业协会, 2025 年 7 月全国工业饲料产量 2831 万吨, 环比+2.31%。

图25: 2025 年 7 月全国工业饲料总产量为 2831 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