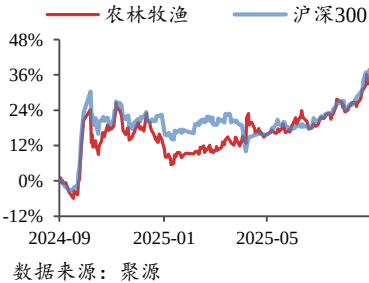


农林牧渔

2025 年 08 月 31 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《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

《猪价新一轮上行或逐步开启，非瘟疫苗打开动保板块成长空间——行业周报》-2025.8.17

《8 月 USDA 农产品报告上调全球玉米、水稻产量，下调大豆、小麦产量——行业点评报告》-2025.8.15

养殖链盈利修复驱动 2025H1 农业板块利润同比高增

——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：养殖链盈利修复驱动 2025H1 农业板块利润同比高增

2025H1 养殖链盈利修复驱动农业板块利润同比高增。2025H1 年农业板块实现营业收入 5699.09 亿元，同比增长 9.28%，归母净利润 257.94 亿元，同比上升 193.46%。2025H1 全国生猪均价 14.81 元/公斤，同比-4.00%，2025H1 生猪销售均价虽同比下降，但受益于生猪养殖成本快速下移及龙头上市猪企生猪出栏量同比高增驱动，生猪板块盈利扩大带动养殖链全链条盈利修复，并驱动农业板块归母净利润实现同比高增。

降本增效驱动板块盈利水平改善。（1）盈利能力：2025H1 年板块销售毛利率 12.49%，同比上升 5.52pct；销售净利率 4.00%，同比上升 5.24pct；净资产收益率 6.47%，同比上升 8.56pct。2025Q2 板块销售毛利率 11.91%，同比上升 0.37pct；销售净利率 4.48%，同比上升 0.37pct；净资产收益率 2.43%，同比上升 0.19pct。（2）期间费用率：2025H1 年板块期间费用率 6.84%，同比-0.73pct。2025Q2 板块期间费用率 6.55%，同比-0.78pct。具体看，2025Q2 板块销售、管理及财务费用率均同比下降。

养殖链盈利修复，种植链短期承压，宠物板块景气延续。受益于生猪养殖盈利带动，养殖链盈利同比均实现高增，宠物板块净利润延续景气增长，种植链受粮价下行影响利润同比下滑。畜养殖、饲料、禽养殖、动保归母净利润同比增速居前，分别+668.38%、+159.19%、+66.50%、+64.69%。2025H1 畜养殖、禽养殖、农产品加工及林业、饲料、动保板块净利率和 ROE 同比均有所提升。

● 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（8.25-8.29）：农业跑赢大盘 1.18 个百分点

本周上证指数上涨 0.84%，农业指数上涨 2.02%，跑赢大盘 1.18 个百分点。子板块来看，畜养殖板块领涨。个股来看，傲农生物（+22.67%）、源飞宠物（+15.71%）、晓鸣股份（+10.86%）领涨。

● 本周价格跟踪（8.25-8.29）：本周牛肉等农产品价格环比上涨

8 月 29 日全国外三元生猪均价为 13.66 元/kg，较上周下跌 0.07 元/kg；仔猪均价为 27.14 元/kg，较上周下跌 0.64 元/kg；白条肉均价 17.98 元/kg，较上周+0.04 元/kg。8 月 29 日猪料比价为 4.09 :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：养殖链盈利修复驱动 2025H1 农业板块利润同比高增	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（8.25-8.29）：农业跑赢大盘 1.18 个百分点	5
4、本周重点新闻（8.25-8.29）：农业农村部召开全国严格品种管理推进会	6
5、本周价格跟踪（8.25-8.29）：本周牛肉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	10
8、风险提示	11

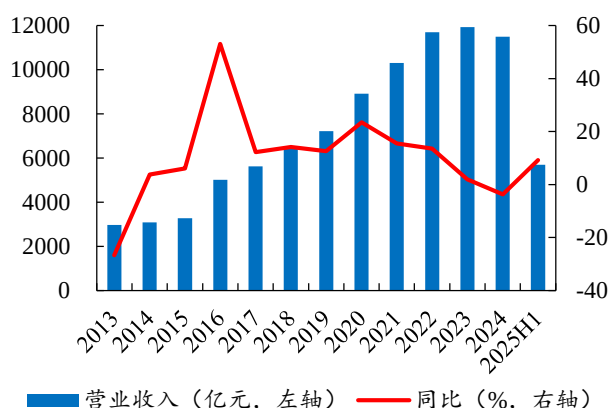
图表目录

图 1：2025H1 年农业板块营业收入同比增长 9.28%	3
图 2：2025H1 年农业板块归母净利润同比上升 193.46%	3
图 3：2025Q2 板块盈利能力同比上行	3
图 4：2025Q2 板块销售、管理及财务费用率同比下降	3
图 5：本周农业指数上涨 2.02%（%）	5
图 6：本周农业指数跑赢大盘 1.18 个百分点	5
图 7：本周畜养殖板块涨幅最大（%）	5
图 8：本周外三元生猪价格环比下跌	7
图 9：本周生猪自繁自养利润环比下跌	7
图 10：本周鸡苗均价环比上涨	8
图 11：本周毛鸡主产区均价环比持平	8
图 12：本周黄羽肉鸡价格环比持平	8
图 13：8 月 29 日牛肉价格环比上涨	8
图 15：8 月 29 日鲈鱼价格环比上涨	9
图 16：8 月 28 日对虾价格环比上涨	9
图 17：本周玉米期货结算价环比上涨	9
图 18：本周豆粕期货结算价环比下跌	9
图 19：本周 NYBOT11 号糖环比下跌（美分/磅）	10
图 20：本周郑商所白糖收盘价环比下跌（元/吨）	10
图 21：2025 年 7 月猪肉进口量 9.00 万吨	10
图 22：2025 年 7 月鸡肉进口量 1.90 万吨	10
图 23：2025 年 7 月全国工业饲料总产量为 2831 万吨	11
表 1：2025H1 子板块财务数据：畜养殖、饲料、禽养殖、动物保健归母净利润同比涨幅靠前	4
表 2：农业个股涨跌幅排名：傲农生物、源飞宠物、晓鸣股份领涨	6
表 3：本周牛肉等农产品价格环比上涨	7

1、周观察：养殖链盈利修复驱动 2025H1 农业板块利润同比高增

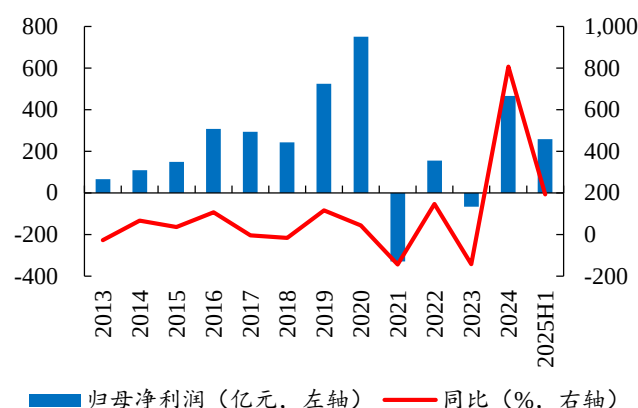
2025H1 养殖链盈利修复驱动农业板块利润同比高增。2025H1 年农业板块实现营业收入 5699.09 亿元，同比增长 9.28%，归母净利润 257.94 亿元，同比上升 193.46%。2025H1 全国生猪均价 14.81 元/公斤，同比-4.00%，生猪销售均价虽同比下降，但受益于生猪养殖成本快速下移及龙头上市猪企生猪出栏量同比高增驱动，生猪板块盈利扩大带动养殖链全链条盈利修复，并驱动农业板块归母净利润实现同比高增。

图1：2025H1 年农业板块营业收入同比增长 9.28%



数据来源：Wind、开源证券研究所

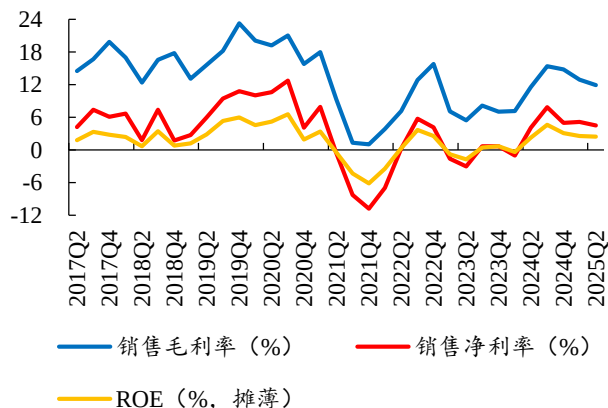
图2：2025H1 年农业板块归母净利润同比上升 193.46%



数据来源：Wind、开源证券研究所

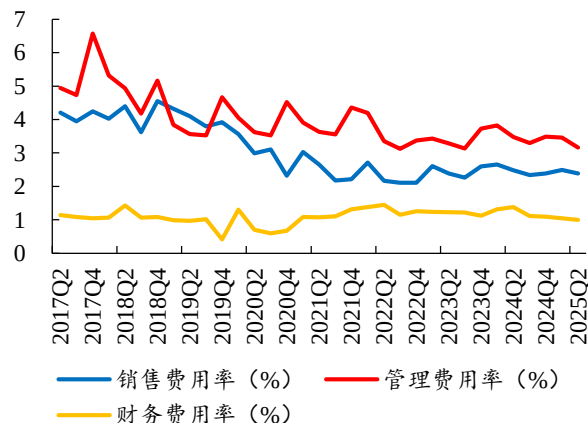
降本增效驱动行业盈利水平改善。（1）**盈利能力：**2025H1 年板块销售毛利率 12.49%，同比上升 5.52pct；销售净利率 4.00%，同比上升 5.24pct；净资产收益率 6.47%，同比上升 8.56pct。2025Q2 板块销售毛利率 11.91%，同比上升 0.37pct；销售净利率 4.48%，同比上升 0.37pct；净资产收益率 2.43%，同比上升 0.19pct。（2）**期间费用率：**2025H1 年板块期间费用率 6.84%，同比-0.73pct。2025Q2 板块期间费用率 6.55%，同比-0.78pct。具体看，2025Q2 板块销售、管理及财务费用率均同比下降。

图3：2025Q2 板块盈利能力同比上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025Q2 板块销售、管理及财务费用率同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

养殖链盈利修复，种植链短期承压，宠物板块景气延续。（1）**收入：**2025H1

农业子行业中，除渔业板块受需求疲弱等因素影响收入同比下降外，其他板块收入均实现同比增长，其中动物保健、宠物食品、畜养殖、饲料收入增速居前，分别同比+24.85%、+24.25%、+14.92%、+11.60%。（2）归母净利润：受益于生猪养殖盈利带动，养殖链盈利同比均实现高增，宠物板块净利润延续景气增长，种植链则受粮价下行影响利润同比下滑。畜养殖、饲料、禽养殖、动物保健归母净利润同比增速居前，分别+668.38%、+159.19%、+66.50%、+64.69%。（3）盈利能力：2025H1 畜养殖、禽养殖、农产品加工及林业、饲料、动物保健板块净利率和 ROE 同比均有所提升。

表1：2025H1 子板块财务数据：畜养殖、饲料、禽养殖、动物保健归母净利润同比涨幅靠前

子行业	收入（亿元）			归母净利润（亿元）			毛利率		净利率		ROE	
	2025H1	2024H1	同比	2025H1	2024H1	同比	2025H1	同比(pct)	2025H1	同比(pct)	2025H1	同比(pct)
畜养殖	2415	2102	14.92%	164	21	668.38%	14.13%	5.74	6.97%	6.05	7.63%	6.47
禽养殖	282	271	4.37%	12	7	66.50%	10.74%	-0.01	4.30%	1.55	3.31%	1.23
农产品加工及林业	1495	1491	0.26%	21	18	15.89%	7.55%	1.13	1.46%	0.29	1.63%	0.19
饲料	1053	943	11.60%	35	14	159.19%	10.76%	0.78	3.65%	2.25	6.83%	3.53
动物保健	93	74	24.85%	10	6	64.69%	36.08%	-0.64	11.53%	3.02	3.27%	1.19
种子	90	85	5.30%	-1	2	-130.33%	19.74%	-1.09	-0.91%	-2.10	-0.40%	-1.82
种植	134	121	11.41%	12	12	-0.21%	16.62%	-2.08	8.97%	-1.08	5.00%	-0.02
渔业	66	71	-7.60%	-4	1	-835.62%	11.91%	-1.34	-5.05%	-6.46	-4.74%	-5.30
宠物食品	72	58	24.25%	7	6	17.92%	35.47%	2.34	10.77%	-0.46	6.88%	0.18

数据来源：Wind、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

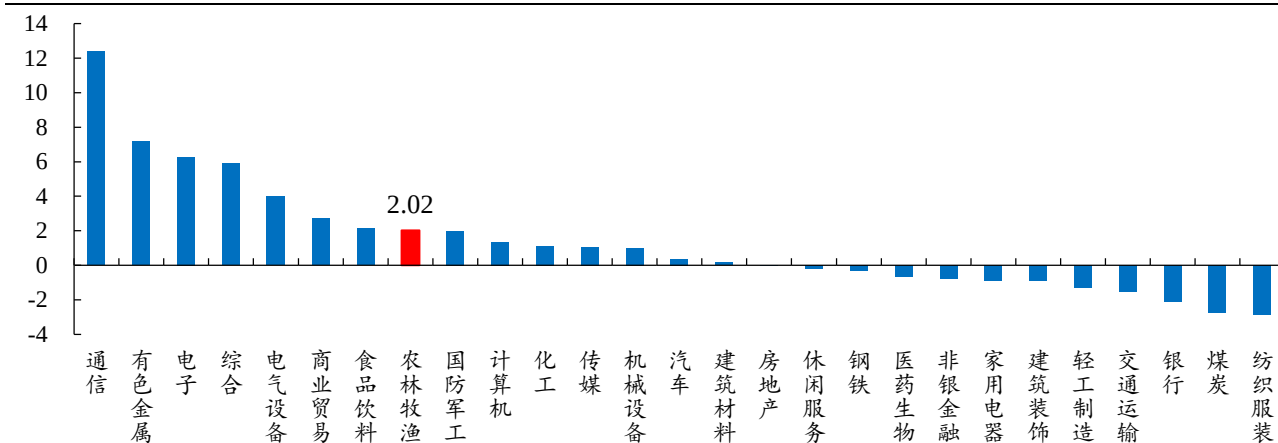
势向上，2014-2024 年我国畜禽肉类中禽肉消费占比由 19.6%提升至 26.3%，2024 年我国白羽肉鸡屠宰量达 86.46 亿只，同比+2.57%。供给端，2024 全年我国白羽祖代种鸡更新量达 150 万套供给充足，但 2024 年 11 月以来海外禽流感疫情再起叠加中美关税政策扰动，国内白羽鸡供给及更新引种成本存在不确定性。推荐一体化龙头圣农发展、养殖屠宰龙头禾丰股份。

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（8.25-8.29）：农业跑赢大盘 1.18 个百分点

本周上证指数上涨 0.84%，农业指数上涨 2.02%，跑赢大盘 1.18 个百分点。子板块来看，畜养殖板块领涨。个股来看，傲农生物（+22.67%）、源飞宠物（+15.71%）、晓鸣股份（+10.86%）领涨。

图5：本周农业指数上涨 2.02%（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：本周农业指数跑赢大盘 1.18 个百分点

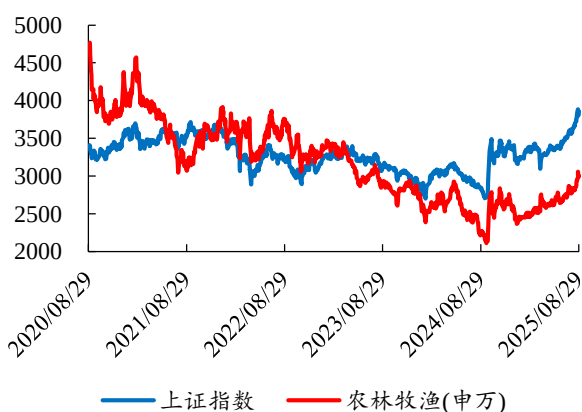
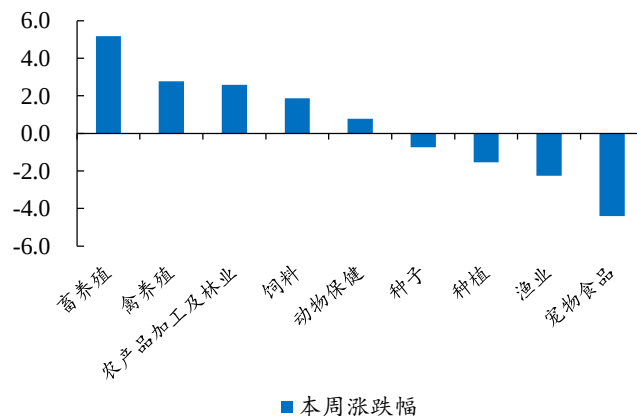


图7：本周畜养殖板块涨幅最大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：农业个股涨跌幅排名：傲农生物、源飞宠物、晓鸣股份领涨

前 15 名			后 15 名		
603363.SH	傲农生物	22.67%	300119.SZ	瑞普生物	-3.69%
001222.SZ	源飞宠物	15.71%	000702.SZ	正虹科技	-3.75%
300967.SZ	晓鸣股份	10.86%	600257.SH	大湖股份	-4.18%
002714.SZ	牧原股份	9.16%	002982.SZ	湘佳股份	-4.64%
000972.SZ	中基健康	9.07%	600371.SH	万向德农	-5.15%
300673.SZ	佩蒂股份	8.95%	600201.SH	生物股份	-5.34%
600737.SH	中粮糖业	8.38%	300106.SZ	西部牧业	-5.88%
000833.SZ	粤桂股份	4.91%	600962.SH	国投中鲁	-5.88%
002157.SZ	*ST 正邦	4.79%	605567.SH	春雪食品	-6.39%
688526.SH	科前生物	4.25%	001366.SZ	播恩集团	-6.49%
300999.SZ	金龙鱼	2.90%	000663.SZ	永安林业	-6.86%
301498.SZ	乖宝宠物	2.77%	600265.SH	ST 景谷	-8.15%
300498.SZ	温氏股份	2.71%	603336.SH	宏辉果蔬	-8.64%
300189.SZ	神农科技	2.21%	300511.SZ	雪榕生物	-9.35%
002299.SZ	圣农发展	2.19%	300094.SZ	国联水产	-11.90%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至 2025 年 8 月 29 日

4、本周重点新闻（8.25-8.29）：农业农村部召开全国严格品种管理推进会

农业农村部召开全国严格品种管理推进会。8 月 29 日，农业农村部种业管理司等部门在重庆召开全国严格品种管理推进会，贯彻相关指示和会议精神，推动 20 条措施落地。会议指出，种业振兴行动后虽推出一批新品种。此外，会议还上线发布了全国农作物种质资源管理与共享利用信息平台，部分省市种业管理部门和相关单位进行了交流发言。

农业农村部：1 月—7 月水产品产量同比增长 4.37%。据对全国 20 个省（区、市）渔业生产统计，2025 年 1 月至 7 月，国内水产品总产量达 3595.33 万吨，同比增长 4.37%。从细分领域看，海洋捕捞产量为 351.99 万吨，增幅 1.81%；海水养殖产量 1381.67 万吨，增长 5.19%；淡水捕捞产量 39.35 万吨，微增 0.06%；淡水养殖产量 1822.31 万吨，涨幅 4.36%。与此同时，我国内陆设施渔业养殖发展迅猛，在传统养殖基础上，池塘流水槽循环水养殖、陆基圆池循环水养殖等一系列新技术新模式不断涌现。

5、本周价格跟踪（8.25-8.29）：本周牛肉等农产品价格环比上涨

表3：本周牛肉等农产品价格环比上涨

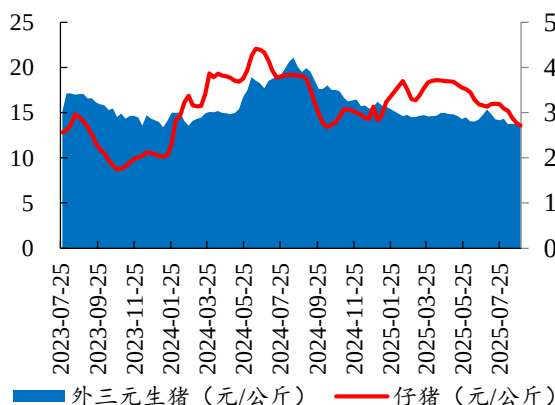
分类	项目	本周价格	周环比	前一周价格	周环比	前两周价格	周环比
生猪	生猪价格（元/公斤）	13.66	-0.51%	13.73	-0.22%	13.76	0.36%
	仔猪价格（元/公斤）	27.14	-2.30%	27.78	-3.78%	28.87	-5.03%
	生猪养殖利润：自繁自养（元/头）	32.24	-5.04%	33.95	17.67%	28.85	-36.07%
	生猪养殖利润：外购仔猪（元/头）	-148.41	2.24%	-151.80	3.34%	-157.05	-17.08%
白羽鸡	鸡苗价格（元/羽）	3.61	0.84%	3.58	0.00%	3.58	14.38%
	毛鸡价格（元/公斤）	7.33	0.00%	7.33	1.81%	7.20	0.84%
	毛鸡养殖利润（元/羽）	1.37	-20.81%	1.73	67.96%	1.03	66.13%
	父母代种鸡养殖利润（元/羽）	0.86	3.61%	0.83	0.00%	0.83	118.42%
黄羽鸡	中速鸡价格（元/公斤）	12.60	0.00%	12.60	0.00%	12.60	-0.40%
牛肉	牛肉价格（元/公斤）	65.05	0.26%	64.88	0.42%	64.61	0.48%
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）	33.00	6.45%	31.00	-3.13%	32.00	-5.88%
	对虾价格（元/公斤）	27.34	1.26%	27.00	-3.57%	28.00	-1.75%
大宗农产品	玉米期货价格（元/吨）	2187.00	1.39%	2157.00	-1.60%	2192.00	-2.88%
	豆粕期货价格（元/吨）	2496.00	-2.04%	2548.00	-0.59%	2563.00	-3.72%
	ICE11 号糖期货价格（美分/磅）	16.34	-0.61%	16.44	1.04%	16.27	0.43%
	郑商所糖期货价格（元/吨）	5604.00	-1.16%	5670.00	0.11%	5664.00	1.00%

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

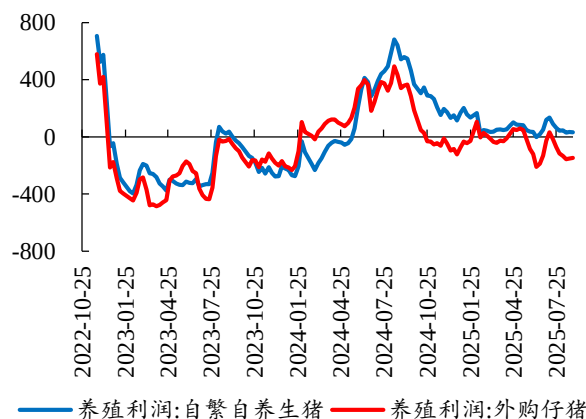
生猪养殖：8月29日全国外三元生猪均价为13.66元/kg，较上周下跌0.07元/kg；仔猪均价为27.14元/kg，较上周下跌0.64元/kg；白条肉均价17.98元/kg，较上周+0.04元/kg。8月29日猪料比价为4.09:1。自繁自养头均利润32.24元/头，环比-1.71元/头；外购仔猪头均利润-148.41元/头，环比+3.40元/头。

图8：本周外三元生猪价格环比下跌



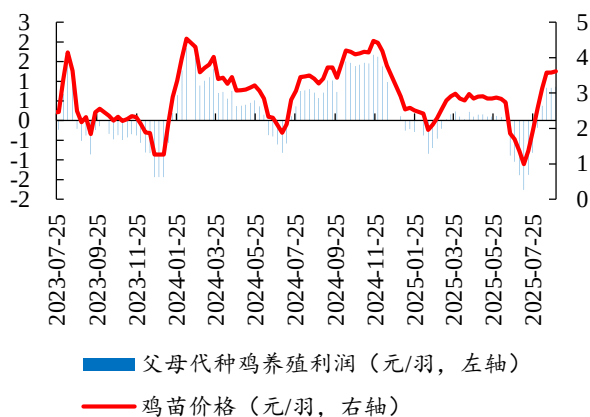
数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

图9：本周生猪自繁自养利润环比下跌

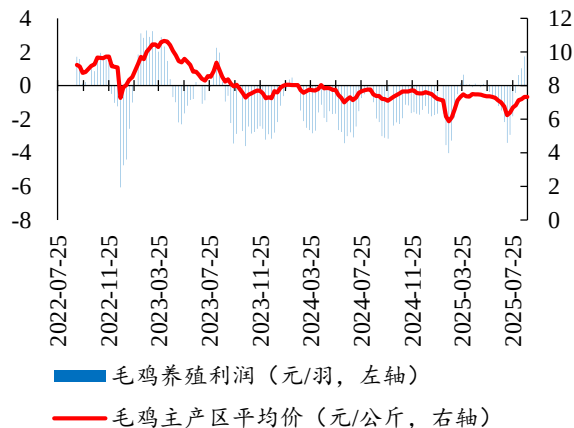


数据来源：Wind、开源证券研究所

白羽肉鸡：本周鸡苗均价3.61元/羽，环比+0.84%；毛鸡均价7.33元/公斤，环比持平；毛鸡养殖利润1.37元/羽，环比-0.36元/羽。

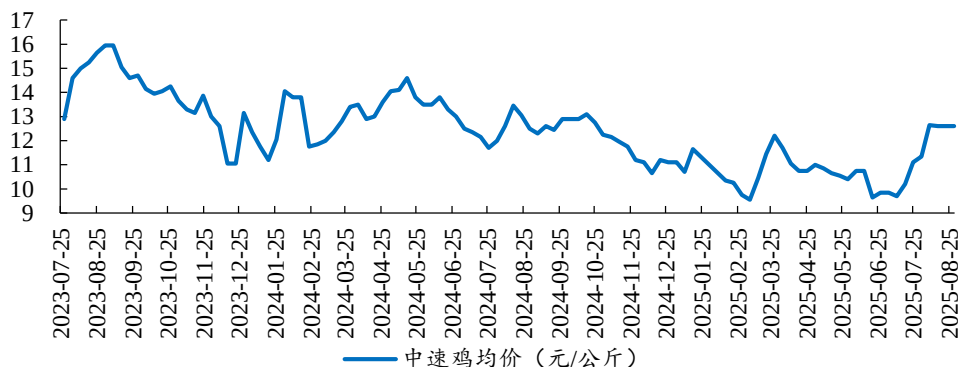
图10：本周鸡苗均价环比上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：本周毛鸡主产区均价环比持平


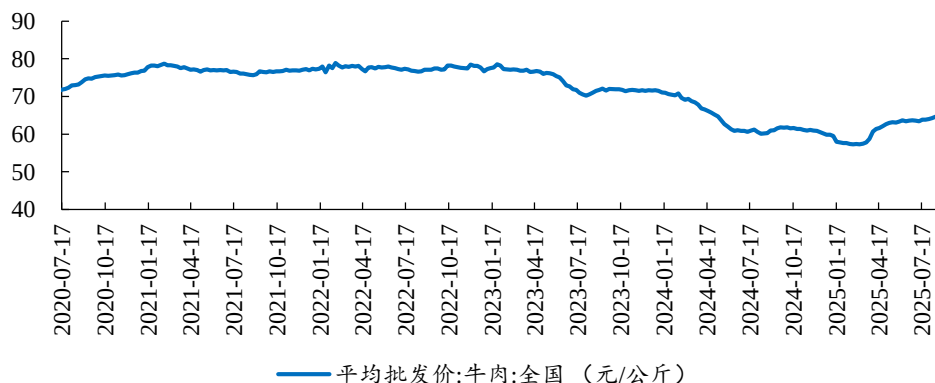
数据来源：Wind、开源证券研究所

黄羽肉鸡：8月29日中速鸡均价 12.60 元/公斤，环比持平。

图12：本周黄羽肉鸡价格环比持平


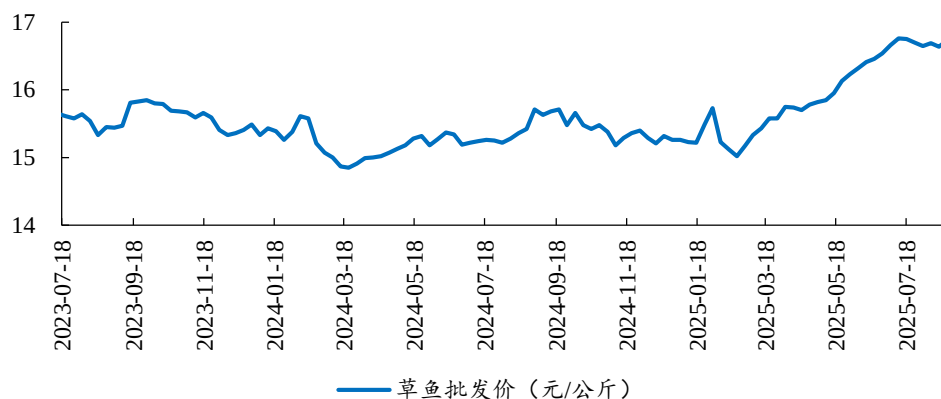
数据来源：Wind、开源证券研究所

牛肉：8月29日牛肉均价 65.05 元/公斤，环比上周上涨 0.17 元/公斤。

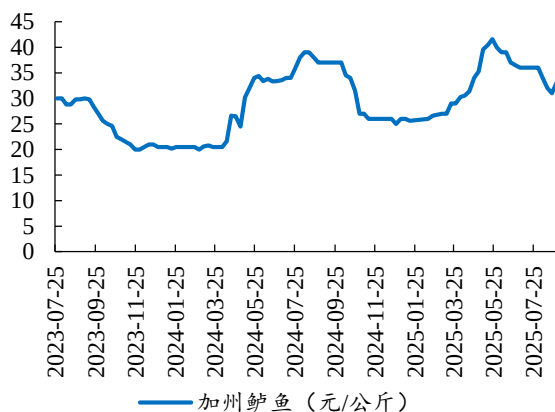
图13：8月29日牛肉价格环比上涨


数据来源：新牧网、开源证券研究所

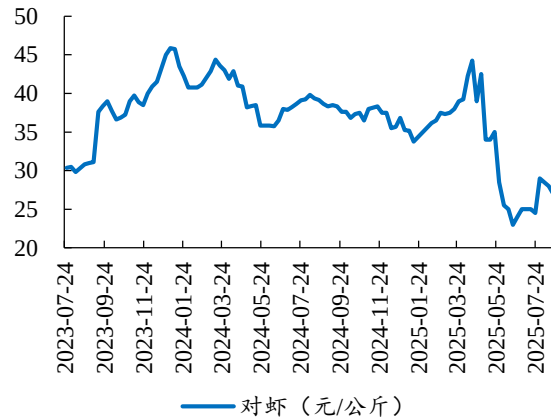
水产品：上周草鱼价格 16.64 元/公斤，环比-0.30%；据海大农牧数据，8月29日鲈鱼价格 33.00 元/公斤，环比+6.45%；8月28日对虾价格 27.34 元/公斤，环比+1.26%。

图14：8.25-8.29 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15：8月29日鲈鱼价格环比上涨


数据来源：海大农牧、开源证券研究所

图16：8月28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 2187.00 元/吨，周环比+1.39%；豆粕期货活跃合约结算价为 2496.00 元/吨，周环比-2.04%。

图17：本周玉米期货结算价环比上涨

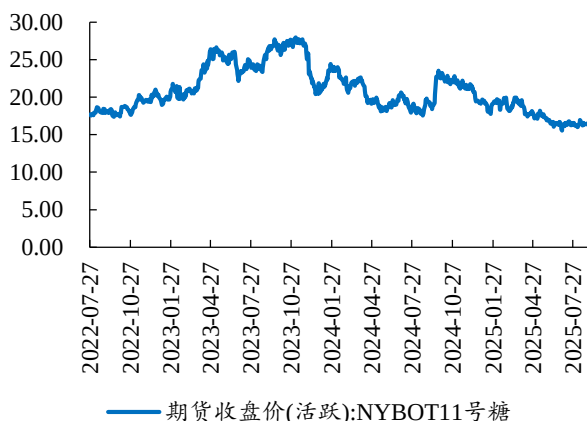

数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：本周豆粕期货结算价环比下跌


数据来源：Wind、开源证券研究所

糖：NYBOT11 号糖 8 月 29 日收盘价 16.34 美分/磅，周环比-0.61%。国内糖价，郑商所白砂糖期货 8 月 29 日收盘价 5604.00 元/吨，周环比-1.16%。

图19：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20：本周郑商所白糖收盘价环比下跌（元/吨）



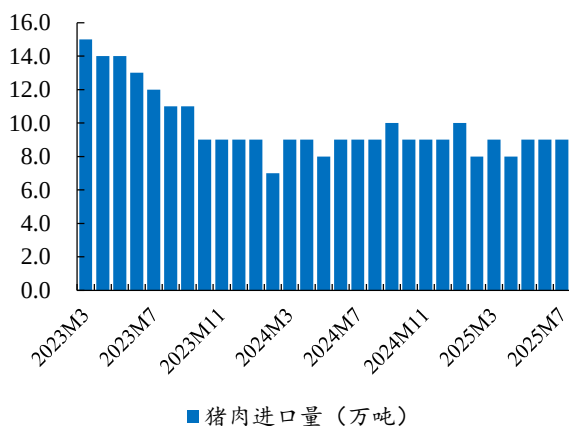
数据来源：Wind、开源证券研究所

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%。

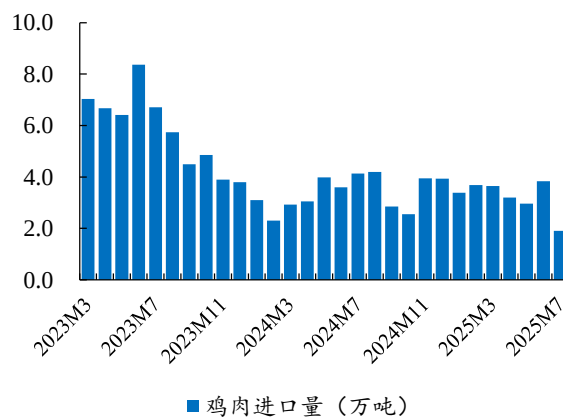
鸡肉进口：据海关总署数据，2025 年 7 月鸡肉进口 1.90 万吨，同比-54.1%。

图21：2025 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

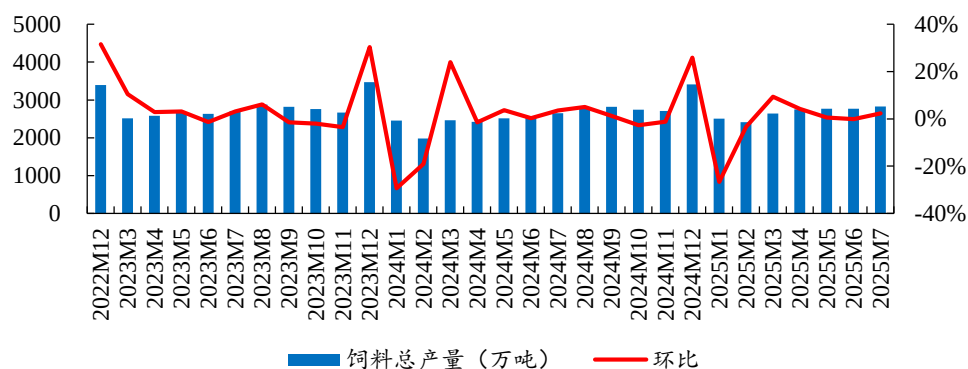
图22：2025 年 7 月鸡肉进口量 1.90 万吨



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23：2025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