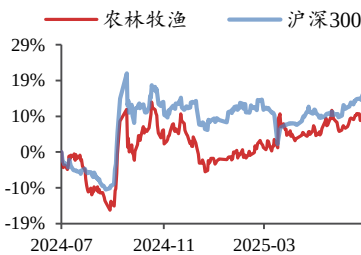


## 农林牧渔

2025 年 07 月 21 日

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《短期供给增加致猪价下滑，震荡消化后中枢或抬升——行业周报》-2025.7.20

《7 月 USDA 农产品报告下调全球玉米、水稻、小麦产量，上调大豆产量——行业点评报告》-2025.7.15

《生猪龙头 2025Q2 利润高增，犊牛价格持续上行牛周期景气有支撑——行业周报》-2025.7.13

## 6 月以来生猪超卖强化供给收缩之势，猪价新一轮上行或开启

——行业点评报告

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

朱本伦（联系人）

zhubenlun@kysec.cn

证书编号：S0790124060020

### ● 行业：6 月以来生猪超卖强化供给收缩之势，猪价新一轮上行或开启

6 月至 7 月中旬生猪超卖，2025Q3 供给收缩背景下猪价抬升幅度或更可观。据涌益咨询，2025 年 6 月全国生猪销售均价 14.28 元/公斤，环比-2.28%，同比-21.99%。涌益监控样本 2025 年 6 月屠宰量 431.68 万头，环比-6.20%，同比+12.22%。6 月生猪超卖，涌益样本 6 月生猪出栏较计划完成率 102.29%，7 月计划出栏较 6 月实际出栏-1.20%。6 月至 7 月中旬行业生猪存在两轮超卖，第一轮是 6 月初至 6 月中旬，集团超卖降重出栏；第二轮是 7 月初至 7 月中旬，高温背景下散户大猪超卖并企图低位接小体重生猪过夏。7 月本身已处于供给收缩窗口核心时段，散户当前大猪超卖后市低价接猪企图或落空并成为进一步助推猪价上行的力量。2025Q3 生猪供给收缩已至，猪价中枢有望逐月上移。

供需格局改善，毛白价差环比走强，冻品入库进行对猪价形成支撑。截至 2025 年 7 月 17 日，涌益监控样本毛白价差 4.71 元/公斤，较 6 月同期+0.45 元/公斤，低于 2024 年同期但高于 2023 年同期。全国冻品库容率为 16.85%，同比-0.03pct。6 月生猪养殖利润环比收窄，行业能繁存栏同环比均微增。受猪价下行影响，行业 6 月自繁自养头均盈利 25.15 元/头（月环比-62.35%）。据国家统计局，2025 年 6 月我国生猪能繁存栏 4043 万头，同比+0.12%，环比+0.02%。截至 2025 年 7 月 17 日，规模场 15kg 仔猪价格环比小幅增至 542 元/头，同比-103 元/头，较 2023 年同期+91 元/头。

### ● 企业：6 月上市猪企生猪出栏均价环比下跌，出栏均重环比下跌

截至 2025 年 7 月 10 日，12 家上市猪企发布 6 月生猪销售数据。生猪养殖上市企业 6 月合计出栏生猪 1614.81 万头，同比+45.98%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、神农集团 6 月出栏量分别为 836.70、300.73、133.00、68.05、50.63、66.61、42.70、24.31、41.32、11.22、17.64、21.90 万头，分别同比+65.1%、+28.9%、+3.4%、+186.5%、+2.3%、+85.9%、+62.4%、-6.1%、+40.8%、+71.3%、+6.3%、-7.5%。

出栏均重方面，温氏股份、大北农 6 月商品猪出栏均重分别为 113.7、125.9 公斤/头，环比变动-1.2、-1.5 公斤/头。

销售均价方面，主要 10 家上市猪企销售均价环比下跌，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、京基智农、神农集团 6 月商品猪销售均价分别为 14.08、14.39、14.18、14.05、14.36、14.09、14.08、13.23、15.15、14.35 元/公斤，分别环比变动-3%、-2%、-2.8%、-2.4%、-1.8%、-2.1%、-3.8%、-5.6%、+1.9%、-0.6%。

● 风险提示：猪价异常波动、疫病不确定性、上市公司养殖成本下降不及预期。

## 目 录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 1、 行业：6 月以来生猪超卖强化供给收缩之势，猪价新一轮上行或开启 ..... | 4  |
| 2、 6 月上市猪企生猪出栏均价环比下跌，出栏均重环比下跌 .....      | 7  |
| 3、 风险提示 .....                            | 13 |

## 图表目录

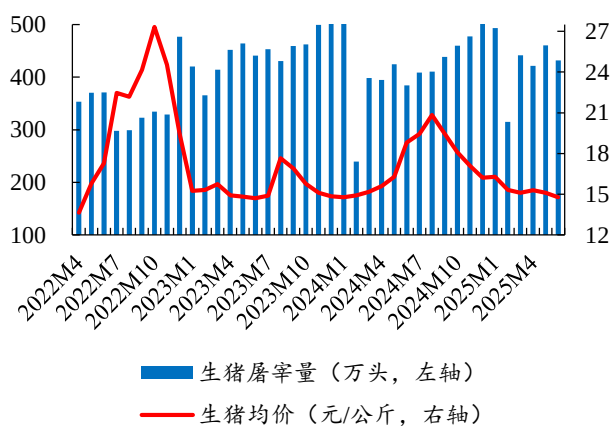
|                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------|----|
| 图 1： 2025 年 6 月全国生猪销售均价环比-2.28% .....                        | 4  |
| 图 2： 涌益样本 7 月计划出栏较 6 月实际出栏-1.20% .....                       | 4  |
| 图 3： 生猪出栏均重逐步下移（公斤/头） .....                                  | 5  |
| 图 4： 肥猪仍有溢价，供给压力有限（元/公斤） .....                               | 5  |
| 图 5： 行业销至二育生猪占实际销量比重升至 1.35% .....                           | 5  |
| 图 6： 二育栏舍利用率 52%，低于 2024 年同期 .....                           | 5  |
| 图 7： 生猪出栏中 150kg 以上占比环比提升 .....                              | 6  |
| 图 8： 140kg 以上大体重肥猪存栏占比环比提升 .....                             | 6  |
| 图 9： 供需格局改善，毛白价差环比走强（元/公斤） .....                             | 6  |
| 图 10： 冻品入库进行对猪价形成支撑 .....                                    | 6  |
| 图 11： 行业 6 月自繁自养头均盈利环比收窄 .....                               | 7  |
| 图 12： 6 月全国能繁存栏同环比均微增 .....                                  | 7  |
| 图 13： 规模场 15kg 仔猪价格环比微涨（元/头） .....                           | 7  |
| 图 14： 行业后备母猪价格相对平稳运行（元/头） .....                              | 7  |
| 图 15： 2025 年 6 月主要 12 家生猪养殖企业合计出栏 1614.81 万头，同比+45.98% ..... | 8  |
| 图 16： 2025 年 6 月主要 12 家生猪养殖企业出栏增速分化 .....                    | 8  |
| 图 17： 6 月温氏股份、大北农出栏均重环比下跌（公斤/头） .....                        | 8  |
| 图 18： 2025 年 6 月 10 家上市猪企销售均价环比下跌（元/kg） .....                | 9  |
| 图 19： 牧原股份 6 月销售生猪 836.70 万头，同比+65.09% .....                 | 9  |
| 图 20： 牧原股份 6 月收入 127.99 亿元，均价 14.08 元/公斤 .....               | 9  |
| 图 21： 温氏股份 6 月销售生猪 300.73 万头，同比+28.93% .....                 | 9  |
| 图 22： 温氏股份 6 月收入 49.20 亿元，均价 14.39 元/公斤 .....                | 9  |
| 图 23： 正邦科技 6 月销售生猪 68.05 万头，同比+186.53% .....                 | 10 |
| 图 24： 正邦科技 6 月收入 7.75 亿元，均价 14.05 元/公斤 .....                 | 10 |
| 图 25： 新希望 6 月出栏生猪 133.00 万头，同比+3.38% .....                   | 10 |
| 图 26： 新希望 6 月收入 18.71 亿元，均价 14.18 元/公斤 .....                 | 10 |
| 图 27： 天邦食品 6 月销售生猪 50.63 万头，同比+2.26% .....                   | 10 |
| 图 28： 天邦食品 6 月收入 6.75 亿元，均价 14.36 元/公斤 .....                 | 10 |
| 图 29： 大北农 6 月销售生猪 66.61 万头，同比+85.91% .....                   | 11 |
| 图 30： 大北农 6 月收入 10.78 亿元，均价 14.09 元/公斤 .....                 | 11 |
| 图 31： 唐人神 6 月销售生猪 41.32 万头，同比+40.78% .....                   | 11 |
| 图 32： 唐人神 6 月收入 6.98 亿元，同比+26.00% .....                      | 11 |
| 图 33： 金新农 6 月销售生猪 11.22 万头，同比+71.30% .....                   | 11 |
| 图 34： 金新农 6 月收入 1.22 亿元，均价 14.76 元/公斤 .....                  | 11 |
| 图 35： 天康生物 6 月销售生猪 24.31 万头，同比-6.14% .....                   | 12 |
| 图 36： 天康生物 6 月收入 3.42 亿元，同比-19.53% .....                     | 12 |
| 图 37： 京基智农 6 月销售生猪 17.64 万头，同比+6.33% .....                   | 12 |

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 38: 京基智农 6 月收入 3.1 亿元, 均价 15.15 元/公斤 .....  | 12 |
| 图 39: 神农集团 6 月销售生猪 21.90 万头, 同比-7.52% .....   | 12 |
| 图 40: 神农集团 6 月收入 3.85 亿元, 均价 14.35 元/公斤 ..... | 12 |
| 图 41: 中粮家佳康 6 月生猪出栏量 42.70 万头 .....           | 13 |

## 1、行业：6月以来生猪超卖强化供给收缩之势，猪价新一轮上行或开启

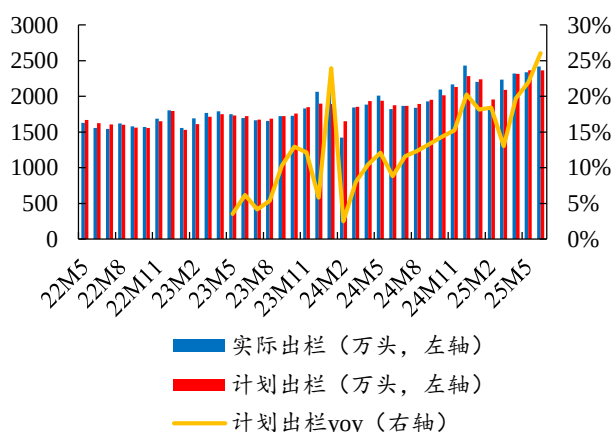
6月至7月中旬生猪超卖，2025Q3供给收缩背景下猪价抬升幅度或更可观。据涌益咨询，2025年6月全国生猪销售均价14.28元/公斤，环比-2.28%，同比-21.99%。涌益监控样本2025年6月屠宰量431.68万头，环比-6.20%，同比+12.22%。6月生猪超卖，涌益样本6月生猪出栏较计划完成率102.29%，7月计划出栏较6月实际出栏-1.20%。6月至7月中旬行业生猪存在两轮超卖，第一轮是6月初至6月中旬，集团超卖降重出栏；第二轮是7月初至7月中旬，高温背景下散户大猪超卖并企图低位接小体重生猪过夏。7月本身已处于供给收缩窗口核心时段，散户当前大猪超卖后市低价接猪企图或落空并成为进一步助推猪价上行的力量。2025Q3生猪供给收缩已至，猪价中枢有望逐月上移。

图1：2025年6月全国生猪销售均价环比-2.28%



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

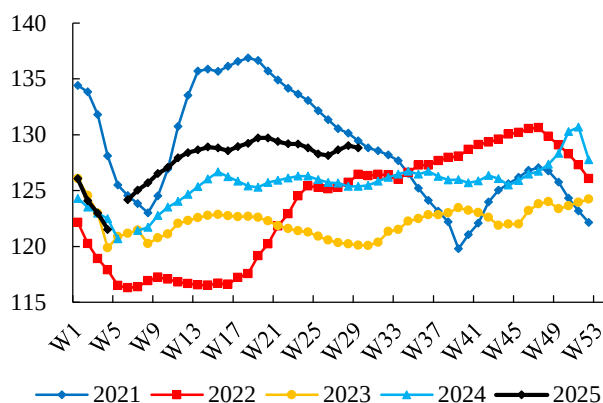
图2：涌益样本7月计划出栏较6月实际出栏-1.20%



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

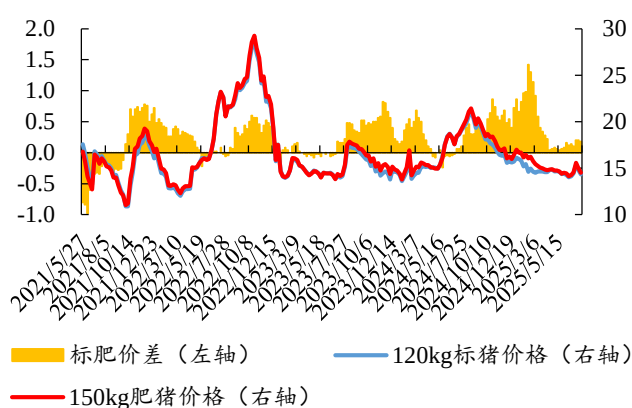
散户大猪出栏步入阶段尾声，二育入场仍谨慎。截至2025年7月17日，涌益样本生猪出栏均重128.83公斤/头，周环比-0.20公斤/头，同比+3.44公斤/头，150kg肥猪较120kg标猪溢价0.18元/公斤（周环比-0.02元/公斤）。2025年7月1-10日行业销至二育生猪占实际销量比重1.35%（同比-3.91pct，环比+0.42pct），二育栏舍利用率52%。7月初受散户大猪超卖影响，生猪出栏均重抬升，但伴随散户大猪出栏步入阶段尾声，生猪出栏均重再度回落，且肥猪仍有溢价反映市场大猪供给仍处于紧平衡。

### 图3：生猪出栏均重逐步下移（公斤/头）



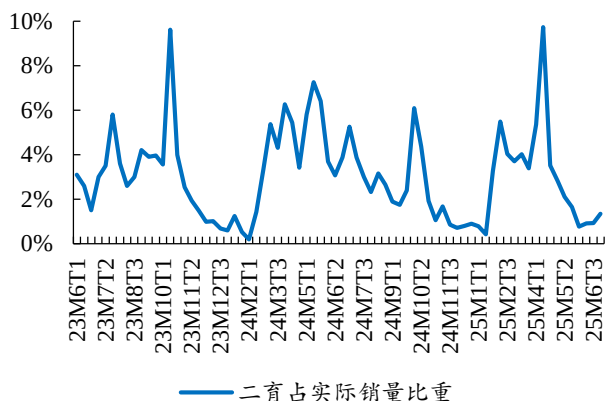
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

### 图4：肥猪仍有溢价，供给压力有限（元/公斤）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

### 图5：行业销至二育生猪占实际销量比重升至 1.35%



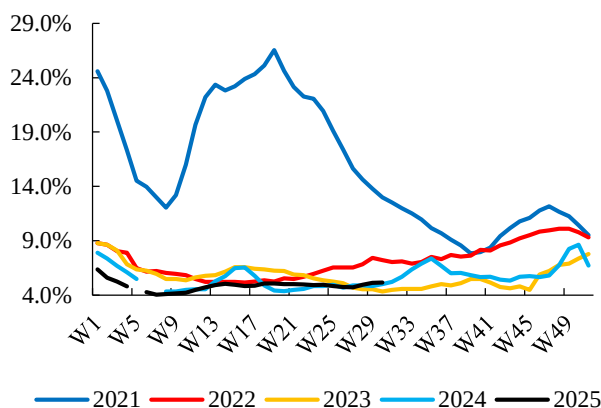
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

### 图6：二育栏舍利用率 52%，低于 2024 年同期

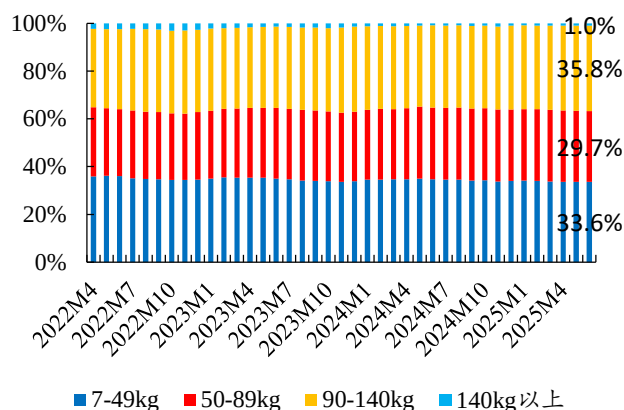


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

**存出栏结构：大猪出栏占比同环比提升，存栏占比环比持平。**截至2025年7月17日，涌益样本生猪出栏结构中150kg以上占比5.16%，周环比+0.04pct，同比+0.16pct，大猪出栏占比略高于2024年同期。从My steel样本生猪月度存栏结构看，2025年6月行业7-49kg、50-89kg、90-140kg、140kg以上生猪存栏占比分别为33.6%、29.7%、35.8%、1.0%，140kg以上大体重肥猪存栏占比月环比持平，同比+0.09pct。

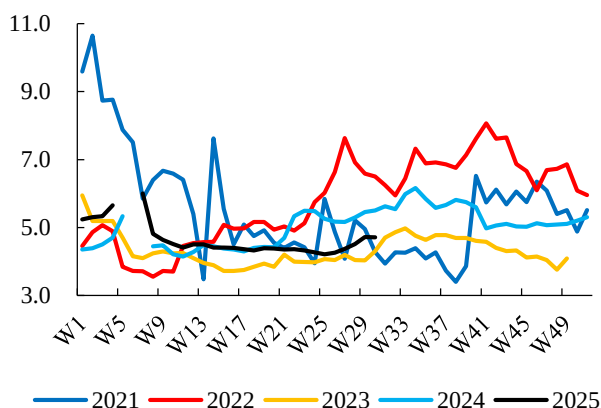
**图7：生猪出栏中 150kg 以上占比环比提升**


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

**图8：140kg 以上大体重肥猪存栏占比环比提升**


数据来源：My steel、开源证券研究所

供需格局改善，毛白价差环比走强，冻品入库进行对猪价形成支撑。截至 2025 年 7 月 17 日，涌益监控样本毛白价差 4.71 元/公斤，较 6 月同期+0.45 元/公斤，低于 2024 年同期但高于 2023 年同期。全国冻品库容率为 16.85%，同比-0.03pct。当前虽为猪肉消费淡季但供给步入 2025Q3 收缩阶段，供需双弱供给更弱，毛白价差环比走强反映供需格局真实改善。

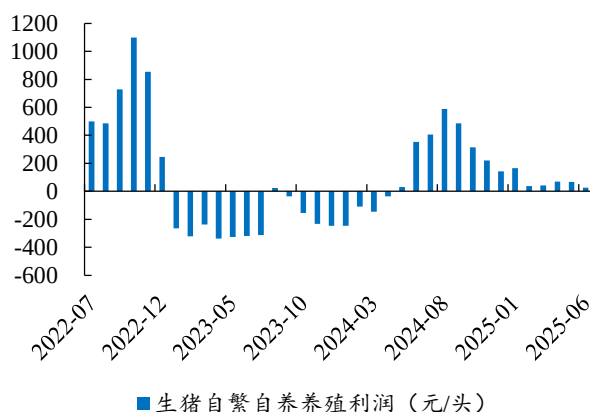
**图9：供需格局改善，毛白价差环比走强（元/公斤）**


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

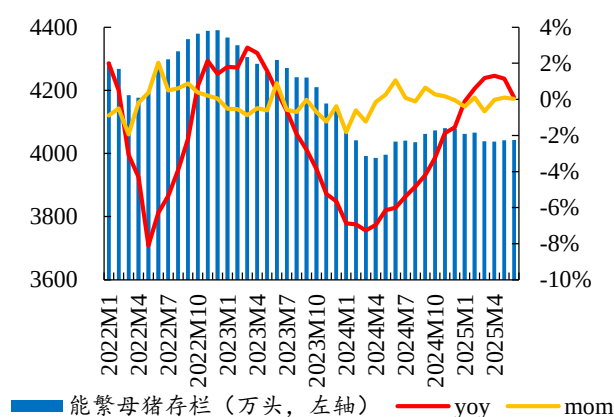
**图10：冻品入库进行对猪价形成支撑**


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

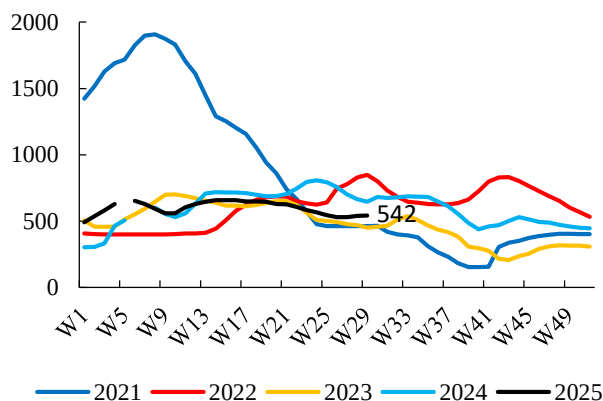
6 月生猪养殖利润环比收窄，行业能繁存栏同环比均微增。受猪价下行影响，行业 6 月自繁自养头均盈利 25.15 元/头（月环比-62.35%）。据国家统计局，2025 年 6 月我国生猪能繁存栏 4043 万头，同比+0.12%，环比+0.02%。截至 2025 年 7 月 17 日，规模场 15kg 仔猪价格环比小幅增至 542 元/头，同比-103 元/头，较 2023 年同期+91 元/头，当前补栏仔猪对应年末生猪出栏。养殖户博弈春节前猪价行情对仔猪价格形成支撑。

**图11：行业 6 月自繁自养头均盈利环比收窄**


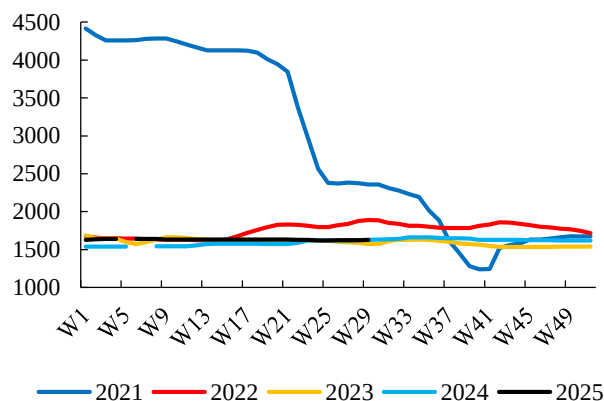
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图12：6 月全国能繁存栏同环比均微增**


数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

**图13：规模场 15kg 仔猪价格环比微涨（元/头）**


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

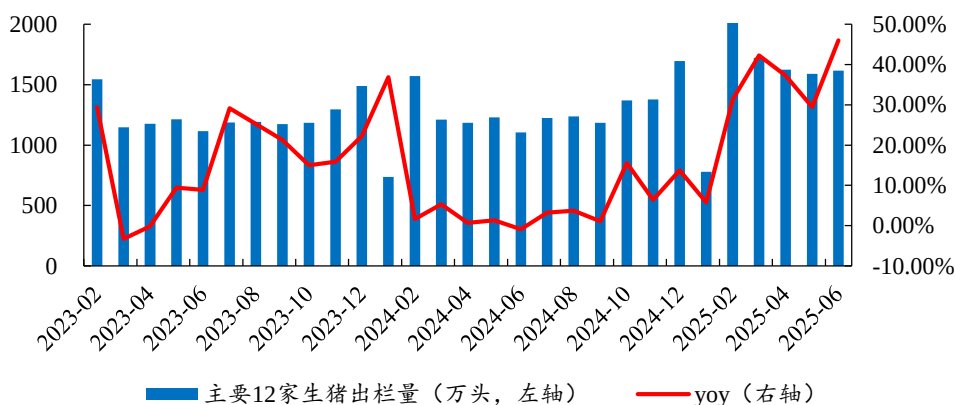
**图14：行业后备母猪价格相对平稳运行（元/头）**


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

## 2、6 月上市猪企生猪出栏均价环比下跌，出栏均重环比下跌

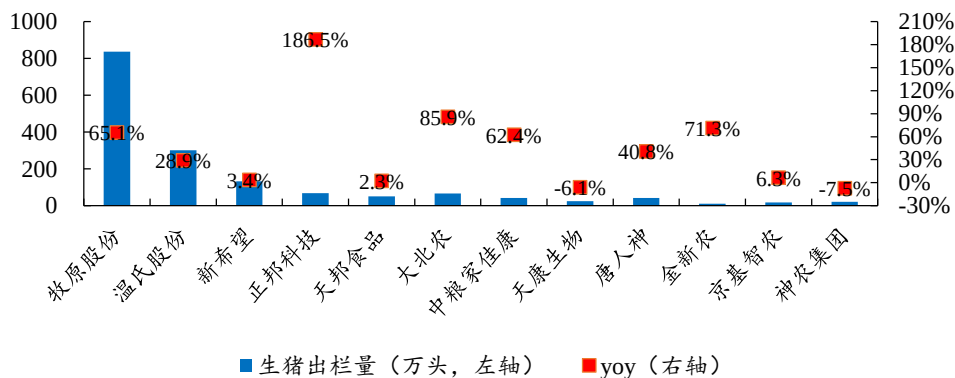
截至 2025 年 7 月 10 日，12 家上市猪企发布 6 月生猪销售数据。生猪养殖上市企业 6 月合计出栏生猪 1614.81 万头，同比+45.98%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、神农集团 6 月出栏量分别为 836.70、300.73、133.00、68.05、50.63、66.61、42.70、24.31、41.32、11.22、17.64、21.90 万头，分别同比+65.1%、+28.9%、+3.4%、+186.5%、+2.3%、+85.9%、+62.4%、-6.1%、+40.8%、+71.3%、+6.3%、-7.5%。

图15：2025年6月主要12家生猪养殖企业合计出栏1614.81万头，同比+45.98%



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

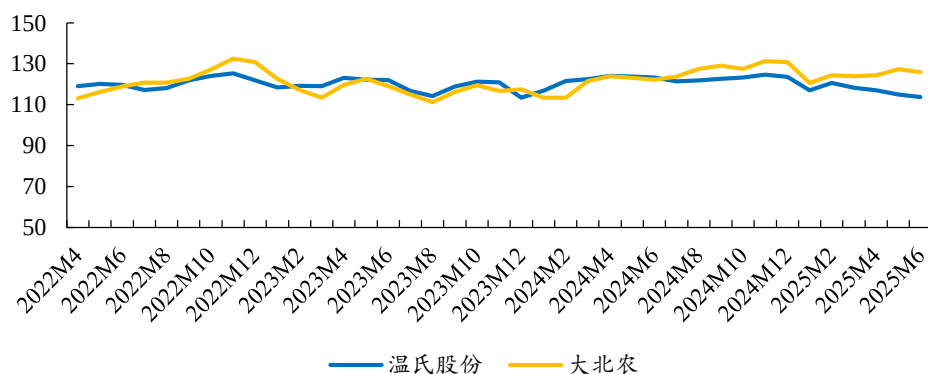
图16：2025年6月主要12家生猪养殖企业出栏增速分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

出栏均重方面，温氏股份、大北农6月商品猪出栏均重分别为113.7、125.9公斤/头，环比变动-1.2、-1.5公斤/头。

图17：6月温氏股份、大北农出栏均重环比下跌（公斤/头）

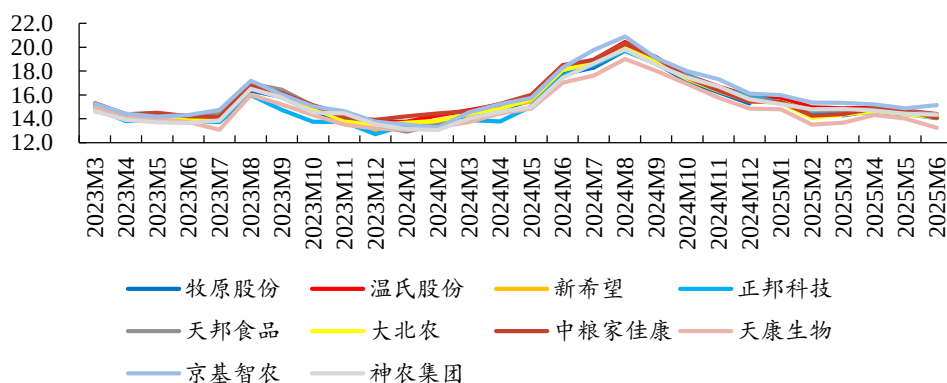


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

销售均价方面，主要10家上市猪企销售均价环比下跌，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、京基智农、神农集团6月商品猪销售均价分别为14.08、14.39、14.18、14.05、14.36、14.09、14.08、

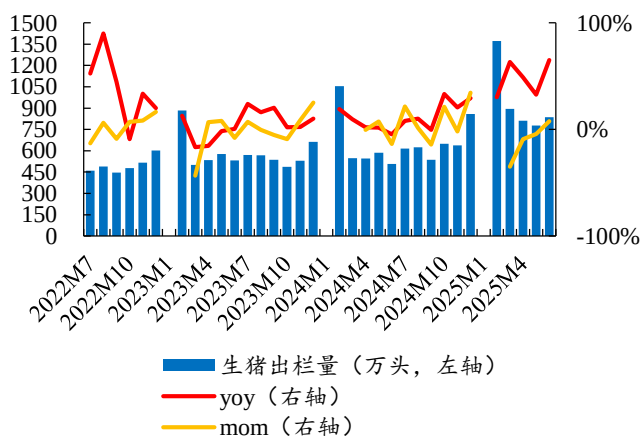
13.23、15.15、14.35 元/公斤，分别环比变动-3%、-2%、-2.8%、-2.4%、-1.8%、-2.1%、-3.8%、-5.6%、+1.9%、-0.6%。

图18：2025 年 6 月 10 家上市猪企销售均价环比下跌（元/kg）



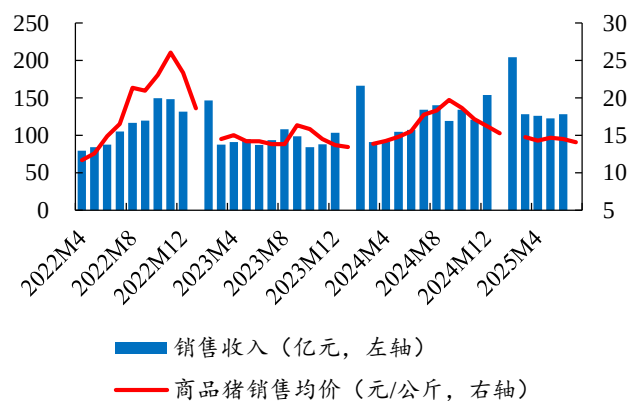
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图19：牧原股份 6 月销售生猪 836.70 万头，同比+65.09%



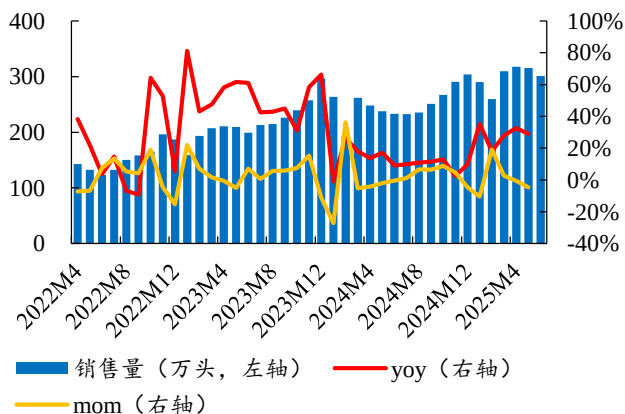
数据来源：牧原股份公告、开源证券研究所

图20：牧原股份 6 月收入 127.99 亿元，均价 14.08 元/公斤



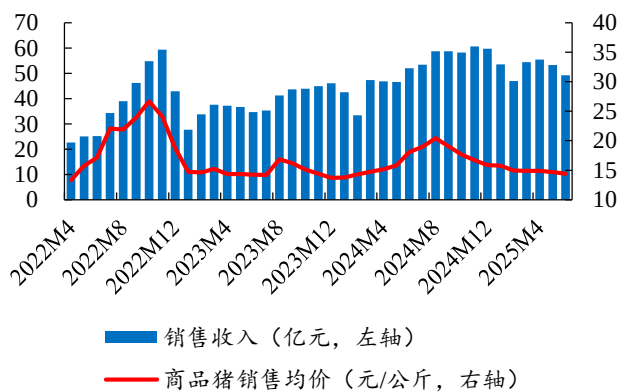
数据来源：牧原股份公告、开源证券研究所

图21：温氏股份 6 月销售生猪 300.73 万头，同比+28.93%



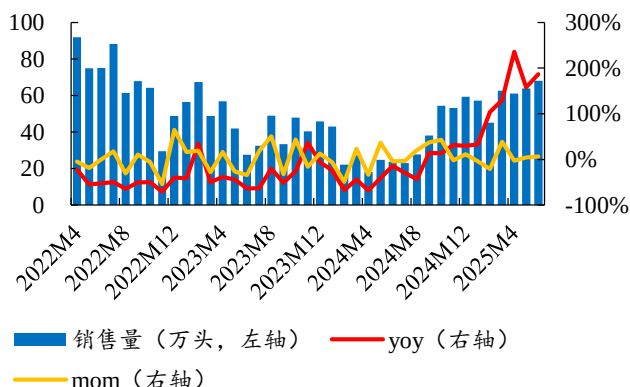
数据来源：温氏股份公告、开源证券研究所

图22：温氏股份 6 月收入 49.20 亿元，均价 14.39 元/公斤



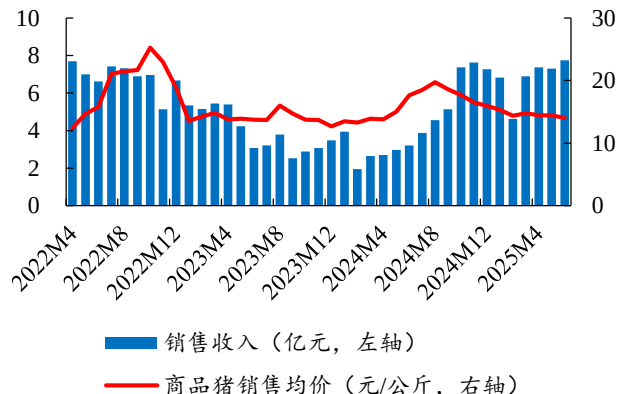
数据来源：温氏股份公告、开源证券研究所

图23：正邦科技6月销售生猪68.05万头，同比+186.53%



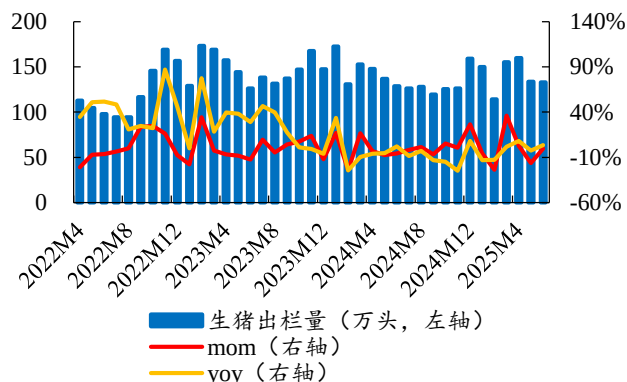
数据来源：正邦科技公告、开源证券研究所

图24：正邦科技6月收入7.75亿元，均价14.05元/公斤



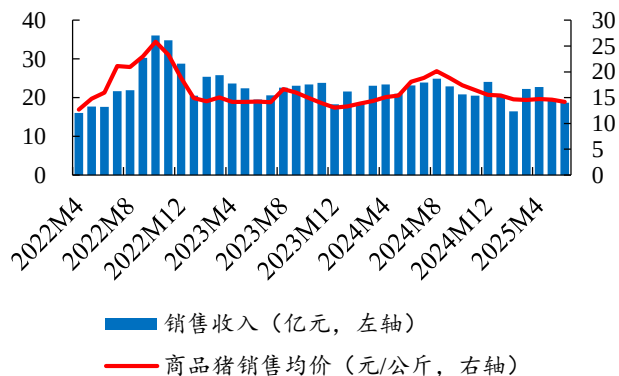
数据来源：正邦科技公告、开源证券研究所

图25：新希望6月出栏生猪133.00万头，同比+3.38%



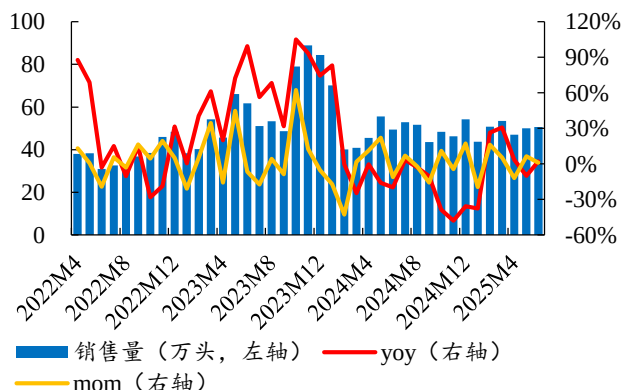
数据来源：新希望公告、开源证券研究所

图26：新希望6月收入18.71亿元，均价14.18元/公斤



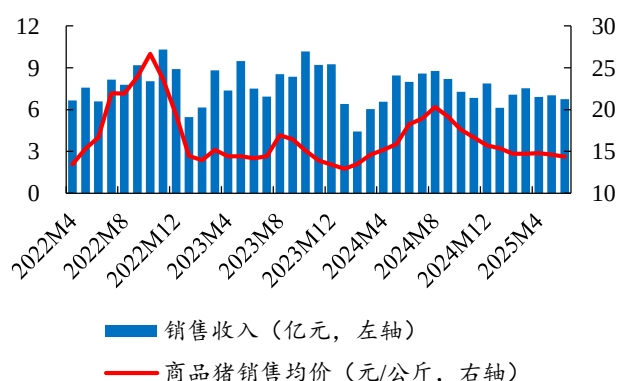
数据来源：新希望公告、开源证券研究所

图27：天邦食品6月销售生猪50.63万头，同比+2.26%



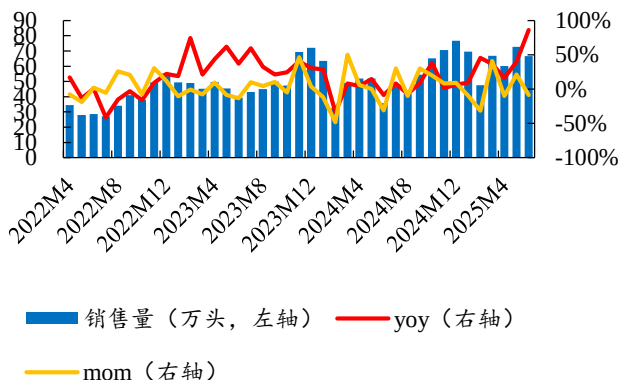
数据来源：天邦食品公告、开源证券研究所

图28：天邦食品6月收入6.75亿元，均价14.36元/公斤



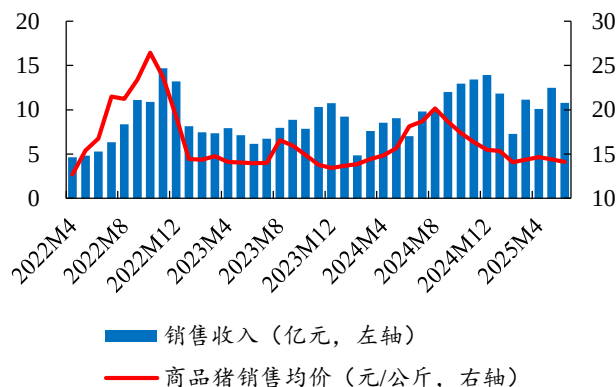
数据来源：天邦食品公告、开源证券研究所

图29：大北农 6 月销售生猪 66.61 万头，同比+85.91%



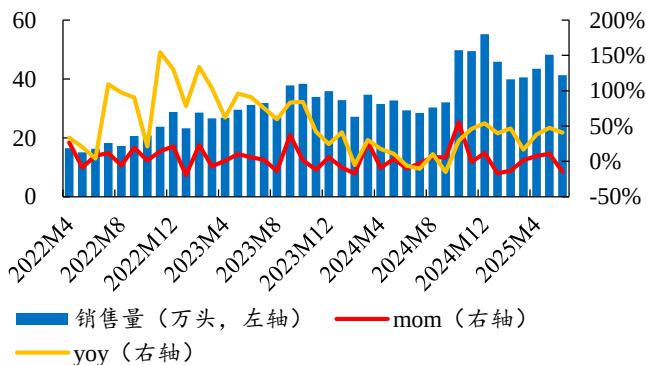
数据来源：大北农公告、开源证券研究所

图30：大北农 6 月收入 10.78 亿元，均价 14.09 元/公斤



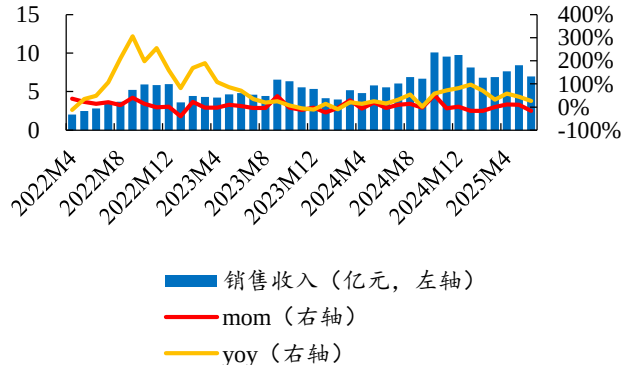
数据来源：大北农公告、开源证券研究所

图31：唐人神 6 月销售生猪 41.32 万头，同比+40.78%



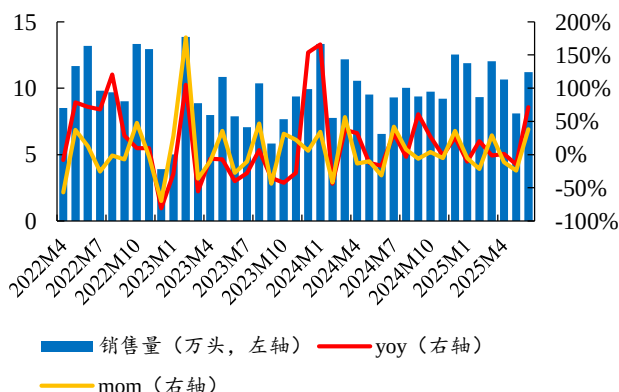
数据来源：唐人神公告、开源证券研究所

图32：唐人神 6 月收入 6.98 亿元，同比+26.00%



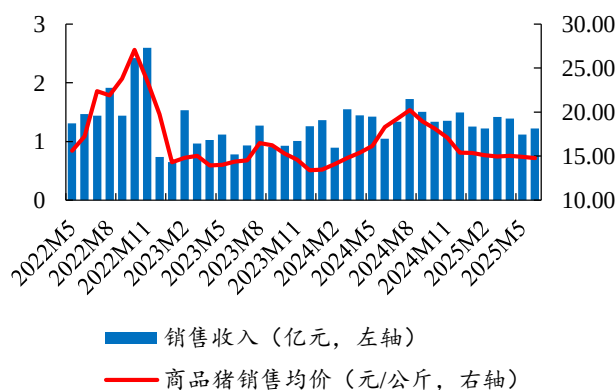
数据来源：唐人神公告、开源证券研究所

图33：金新农 6 月销售生猪 11.22 万头，同比+71.30%



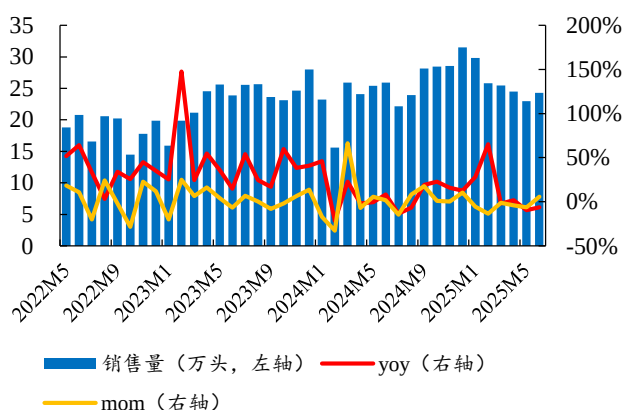
数据来源：金新农公告、开源证券研究所

图34：金新农 6 月收入 1.22 亿元，均价 14.76 元/公斤



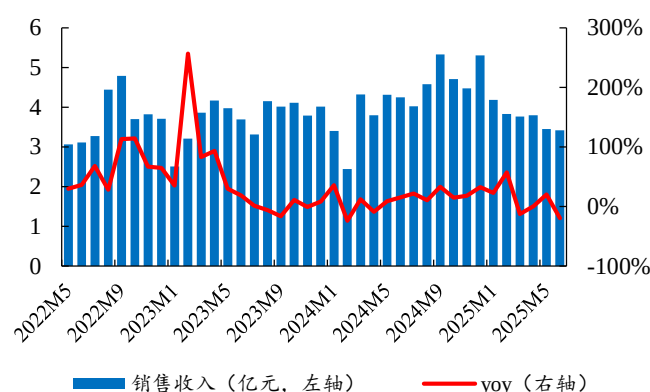
数据来源：金新农公告、开源证券研究所

图35：天康生物 6 月销售生猪 24.31 万头，同比-6.14%



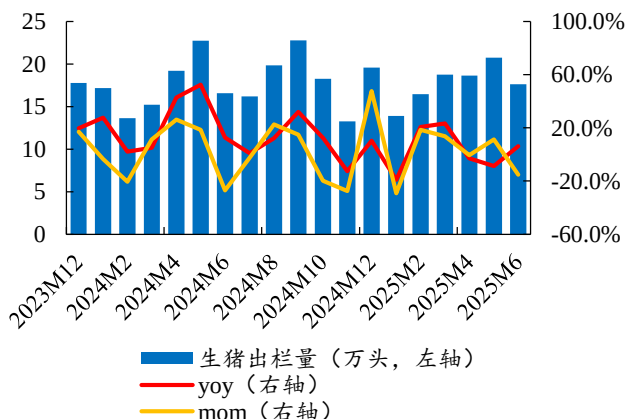
数据来源：天康生物公告、开源证券研究所

图36：天康生物 6 月收入 3.42 亿元，同比-19.53%



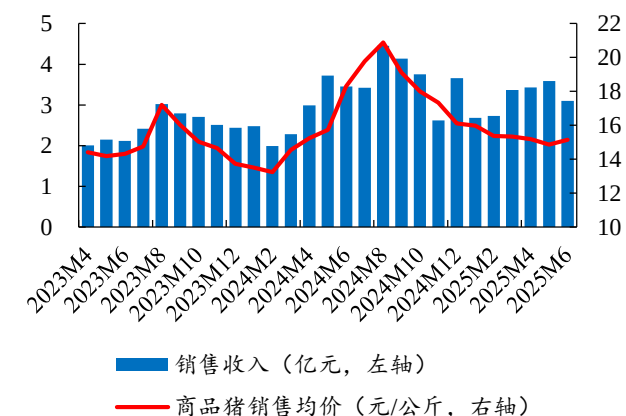
数据来源：天康生物公告、开源证券研究所

图37：京基智农 6 月销售生猪 17.64 万头，同比+6.33%



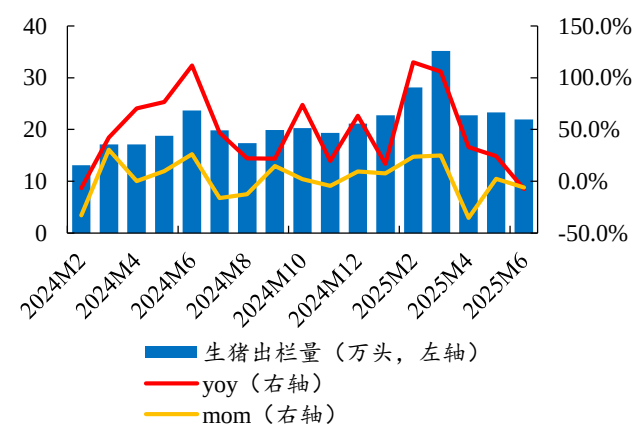
数据来源：京基智农公告、开源证券研究所

图38：京基智农 6 月收入 3.1 亿元，均价 15.15 元/公斤



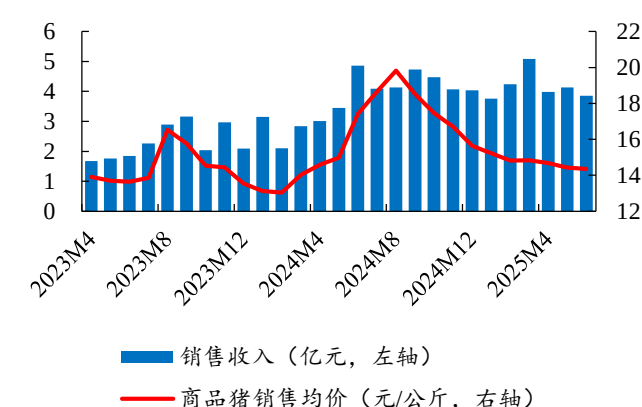
数据来源：京基智农公告、开源证券研究所

图39：神农集团 6 月销售生猪 21.90 万头，同比-7.52%

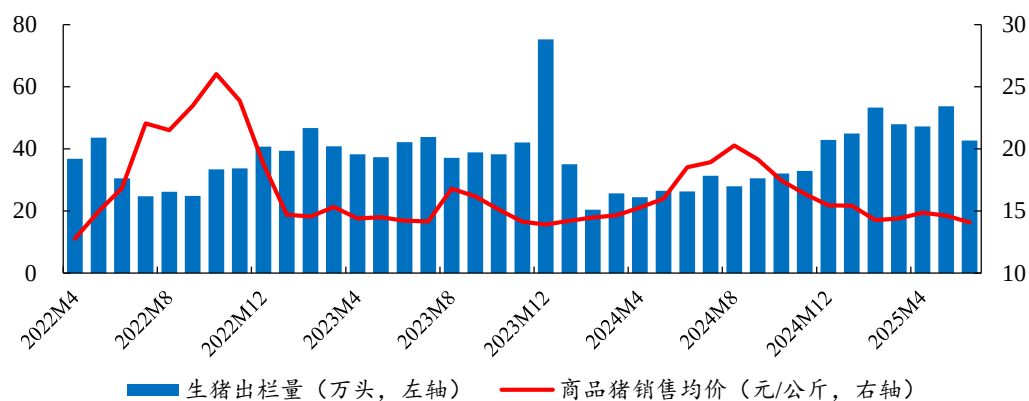


数据来源：神农集团公告、开源证券研究所

图40：神农集团 6 月收入 3.85 亿元，均价 14.35 元/公斤



数据来源：神农集团公告、开源证券研究所

**图41：中粮家佳康 6 月生猪出栏量 42.70 万头**


数据来源：中粮家佳康公告、开源证券研究所

### 3、风险提示

猪价异常波动、疫病不确定性、上市公司养殖成本下降不及预期。

## 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R3（中风险），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C3、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C3、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（underperform） | 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（underperform） | 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

### 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

### 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

### 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