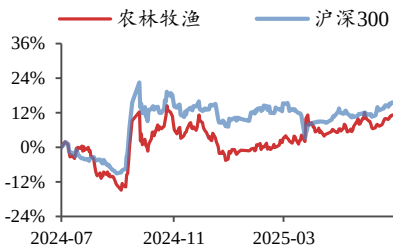


农林牧渔

2025 年 07 月 15 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

《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

《供给收缩与宏观催化共振，2025Q3 猪价存在强支撑——行业周报》-2025.7.6

《2025Q2 猪企利润或仍同比高增，供给收缩宏观催化共振积极配置——行业周报》-2025.6.29

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

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

朱本伦（联系人）

zhubenlun@kysec.cn

证书编号：S0790124060020

● 玉米：2025/2026 年全球产量、消费量环比下调

（1）USDA 下调全球玉米产量。USDA（美国农业部）发布 7 月全球农产品 2025/2026 年供需预测报告，与 6 月预测报告相比，7 月报告下调玉米产量，主要系美国玉米收获面积缩减。（2）供需情况：产量方面，2025/2026 年全球玉米产量环比调减 232 万吨至 12.64 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球玉米出口量环比调减 1 万吨至 1.96 亿吨。消费量方面，饲用消费环比调减 96 万吨至 8.01 亿吨，国内消费环比调减 3 万吨至 12.76 亿吨。库存方面，2025/2026 年期末库存环比调减 316 万吨至 2.72 亿吨。

● 大豆：2025/2026 年全球产量、消费量环比上调

（1）USDA 上调全球大豆产量。与 6 月预测报告相比，7 月报告上调大豆产量，主要系乌克兰大豆收获面积扩大。（2）供需情况：产量方面，预计 2025/2026 年度全球大豆产量环比调增 86 万吨至 4.28 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球大豆出口量环比调减 80 万吨至 1.88 亿吨。消费量方面，压榨量环比上调 112 万吨至 3.68 亿吨，国内消费环比上调 102 万吨至 4.25 亿吨。库存方面，2025/2026 年全球大豆期末库存环比调增 77 万吨至 1.26 亿吨。

● 小麦：2025/2026 年全球产量环比下调、消费量环比上调

（1）USDA 下调全球小麦产量。与 6 月报告相比，7 月报告下调小麦产量，主要系俄罗斯、墨西哥收获面积缩减，加拿大收获面积及单产下滑。（2）供需情况：产量方面，2025/2026 年全球小麦产量环比调减 4 万吨至 8.09 亿吨。消费方面，2025/2026 年全球小麦饲用消费环比调增 33 万吨至 1.56 亿吨，内用消费环比调增 82 万吨至 8.11 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球小麦进口量环比调减 209 万吨，出口量环比调减 127 万吨。库存方面，2025/2026 年全球小麦期末库存环比调减 124 万吨至 2.62 亿吨。

● 水稻：2025/2026 年全球产量环比下调、消费量环比上调

（1）USDA 下调全球水稻产量。与 6 月报告相比，7 月报告下调水稻产量，主要系美国收获面积缩减。（2）供需情况：产量方面，2025/2026 年全球水稻产量环比调减 31 万吨至 5.41 亿吨。消费方面，2025/2026 年全球水稻消费环比调增 55 万吨至 5.42 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球水稻进口量环比调增 11 万吨，出口量环比调增 4 万吨。库存方面，2025/2026 年全球水稻期末库存环比调减 55 万吨至 1.87 亿吨。

● 风险提示：自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

目 录

1、 7月报告下调 2025/2026 年全球玉米、水稻、小麦产量，上调大豆产量	3
2、 玉米：2025/2026 年全球产量、消费量环比下调	3
3、 大豆：2025/2026 年全球产量、消费量环比上调	4
4、 小麦：2025/2026 年全球产量环比下调、消费量环比上调	6
5、 水稻：2025/2026 年全球产量环比下调、消费量环比上调	8
6、 风险提示	10

图表目录

图 1： 6.11-7.11 CBOT 玉米收盘价下跌 5.56%	3
图 2： 6.11-7.11 玉米期货收盘价下跌 2.86%	3
图 3： 2025/2026 年全球玉米期末库存较前预测值下降	3
图 4： 预计 2025/2026 年全球玉米库存消费比同比下降	3
图 5： 6.11-7.11 CBOT 大豆收盘价下跌 4.02%	5
图 6： 6.11-7.11 国内豆一、豆二收盘价下跌	5
图 7： 2025/2026 年全球大豆期末库存较前预测值上升	5
图 8： 预计 2025/2026 年全球大豆库存消费比同比下降	5
图 9： 截至 6 月 23 日，俄罗斯小麦收获面积处于 2019 年以来低位	6
图 10： 加拿大小麦收获面积下降	7
图 11： 6.11-7.11 CBOT 小麦价格上涨 2.15%	7
图 12： 6.11-7.11 国内小麦现货价格上涨 0.68%	7
图 13： 2025/2026 年全球小麦期末库存较前预测值下降	7
图 14： 预计 2025/2026 年全球小麦库存消费比同比下降	7
图 15： 6.11-7.11 CBOT 水稻价格下跌 6.30%	9
图 16： 6.10-7.10 国内稻米市场价上涨 0.30%	9
图 17： 2025/2026 年全球水稻期末库存较前预测值下降	9
图 18： 预计 2025/2026 年全球水稻库存消费比同比下降	9

表 1： 2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年全球玉米期末库存量为 2.72 亿吨	4
表 2： 2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年中国玉米期末库存量为 1.79 亿吨	4
表 3： 2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年全球大豆期末库存量为 1.26 亿吨	5
表 4： 2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年中国大豆期末库存量为 4338 万吨	6
表 5： 2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年全球小麦期末库存量为 2.62 亿吨	8
表 6： 2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年中国小麦期末库存量为 1.25 亿吨	8
表 7： 2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年全球水稻期末库存量为 1.87 亿吨	9
表 8： 2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年中国水稻期末库存量为 1.05 亿吨	10

1、7月报告下调 2025/2026 年全球玉米、水稻、小麦产量，上调大豆产量

7月报告下调 2025/2026 年全球玉米、水稻、小麦产量，上调大豆产量。全球玉米产量下调系美国玉米收获面积缩减；大豆产量上调系乌克兰大豆收获面积扩大；小麦产量下调系俄罗斯、墨西哥收获面积缩减，加拿大收获面积及单产下滑；水稻产量下调系美国收获面积缩减。

2、玉米：2025/2026 年全球产量、消费量环比下调

7月报告环比下调 2025/2026 年全球玉米产量、消费量。根据 USDA 7 月供需预测报告，产量方面，2025/2026 年全球玉米产量环比调减 232 万吨至 12.64 亿吨。贸易方面，2025/2026 年出口量环比调减 1 万吨至 1.96 亿吨。消费量方面，饲用消费环比调减 96 万吨至 8.01 亿吨，国内消费环比调减 3 万吨至 12.76 亿吨。库存方面，2025/2026 年全球玉米期末库存环比调减 316 万吨至 2.72 亿吨。

美国玉米收获面积收缩，产量环比下调。根据 7 月 USDA 全球农作物产量报告，预计 2025/2026 年美国玉米产量为 3.99 亿吨，环比 6 月报告数据-292 万吨（环比-0.73%），主要系玉米收获面积缩减至 3512 万公顷（环比-0.71%）。

图1：6.11-7.11 CBOT 玉米收盘价下跌 5.56%



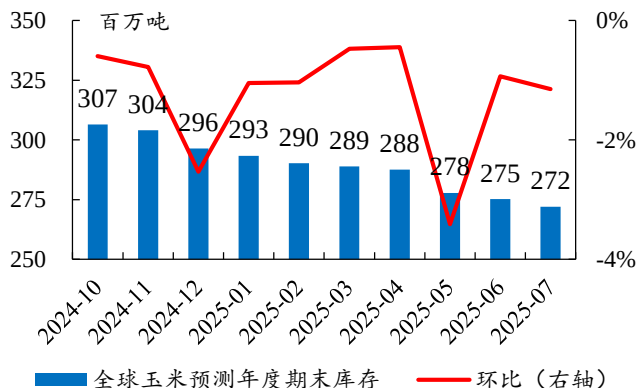
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6.11-7.11 玉米期货收盘价下跌 2.86%



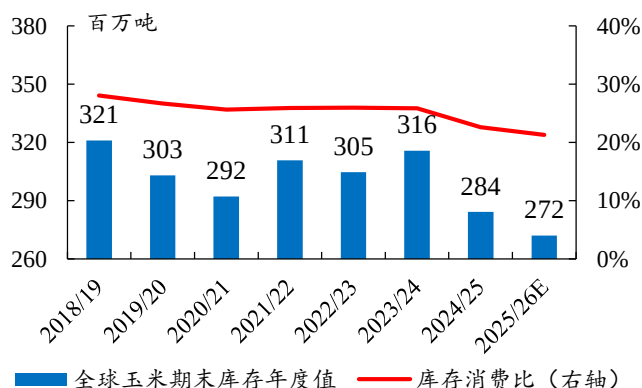
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025/2026 年全球玉米期末库存较前预测值下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：预计 2025/2026 年全球玉米库存消费比同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年全球玉米期末库存量为 2.72 亿吨

单位： 百万吨	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26 (2025 年 6 月预测值)	2025/26 (2025 年 7 月预测值)	同比 (%)
期初库存	306.37	292.94	314.25	304.77	315.90	285.04	284.18	-9.98%
产量	1125.88	1216.13	1164.18	1229.33	1223.33	1265.98	1263.66	3.13%
进口	185.60	184.43	173.45	198.03	183.04	187.48	187.76	2.67%
饲料消费	722.91	743.28	735.41	773.66	784.16	801.90	800.94	2.14%
国内消费	1140.10	1198.29	1173.66	1219.77	1254.18	1275.79	1275.76	1.51%
出口	182.12	206.39	180.40	193.40	189.94	195.82	195.81	1.68%
期末库存	292.15	310.79	304.77	314.33	285.04	275.24	272.08	-4.26%
库存消费比	25.62%	25.94%	25.97%	25.77%	22.73%	21.57%	21.33%	-1.28%

数据来源：USDA、开源证券研究所；注：表格年度采用简写，2020/21 表示 2020/2021 年度，后续列表表述一致

表2：2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年中国玉米期末库存量为 1.79 亿吨

单位： 百万吨	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26 (2025 年 6 月预测值)	2025/26 (2025 年 7 月预测值)	同比 (%)
期初库存	200.53	205.70	209.14	206.04	211.29	197.18	195.18	-7.62%
产量	260.67	272.55	277.20	288.84	294.92	295.00	295.00	0.03%
进口	29.51	21.88	18.71	23.41	7.00	10.00	10.00	100.00%
压榨量	203.00	209.00	218.00	225.00	234.00	239.00	239.00	2.14%
消费总额	285.00	291.00	299.00	307.00	316.00	321.00	321.00	1.58%
出口	0.00	0.00	0.01	0.00	0.02	0.02	0.02	0.00%
期末库存	205.70	209.14	206.04	211.29	197.18	181.16	179.16	-8.21%
库存消费比	72.18%	71.87%	68.91%	68.82%	62.40%	56.44%	55.81%	-5.95%

数据来源：USDA、开源证券研究所

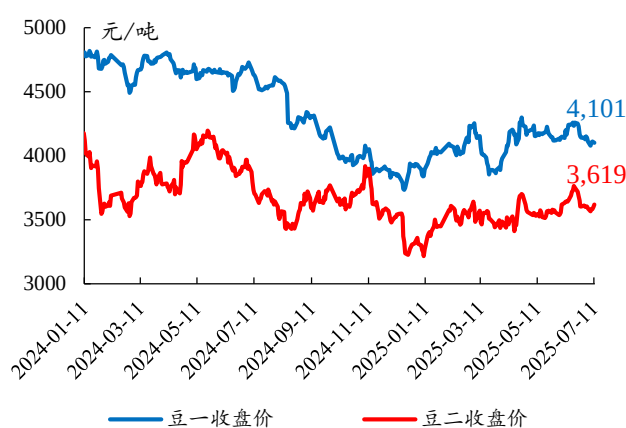
3、大豆：2025/2026 年全球产量、消费量环比上调

7 月报告环比上调 2025/2026 全球大豆产量、消费量。根据 USDA 7 月供需预测报告，产量方面，预计 2025/2026 年度全球大豆产量环比调增 86 万吨至 4.28 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球大豆出口量环比调减 80 万吨至 1.88 亿吨。消费量方面，压榨量环比上调 112 万吨至 3.68 亿吨，国内消费环比上调 102 万吨至 4.25 亿吨。库存方面，2025/2026 年全球大豆期末库存环比调增 77 万吨至 1.26 亿吨。

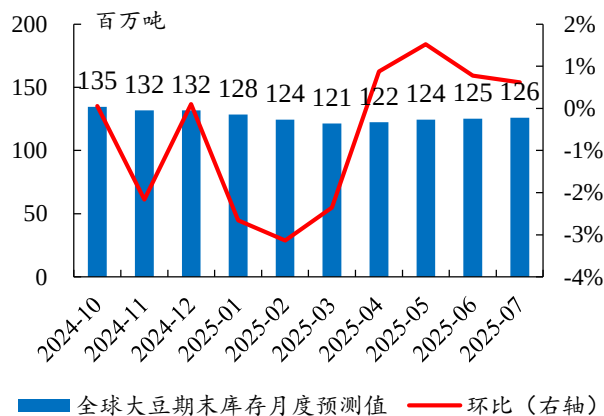
乌克兰大豆收获面积扩大，产量环比上调。根据 7 月 USDA 全球农作物产量报告，预计 2025/2026 年乌克兰大豆产量为 760 万吨，环比 6 月报告数据+100 万吨（环比+15.15%），主要系大豆收获面积扩大至 300 万公顷（环比+15.38%）。

图5：6.11-7.11 CBOT 大豆收盘价下跌 4.02%

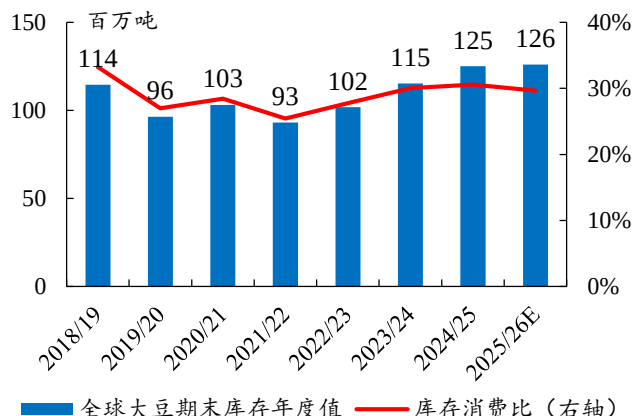

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：6.11-7.11 国内豆一、豆二收盘价下跌


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2025/2026 年全球大豆期末库存较前预测值上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：预计 2025/2026 年全球大豆库存消费比同比下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年全球大豆期末库存量为 1.26 亿吨

单位： 百万吨	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26 (2025 年 6 月预测值)	2025/26 (2025 年 7 月预测值)	同比 (%)
期初库存	96.84	98.64	93.48	101.79	115.31	124.20	125.12	8.51%
产量	367.76	360.45	378.24	396.40	420.78	426.82	427.68	1.35%
进口	165.38	154.47	168.56	178.10	178.28	186.86	186.06	4.77%
压榨量	315.00	316.51	315.60	330.78	353.20	366.59	367.71	4.12%
国内消费	362.38	366.03	366.70	383.31	409.23	424.15	425.17	3.94%
出口	164.48	154.43	171.79	177.71	180.93	188.43	187.63	3.82%
期末库存	103.11	93.09	101.79	115.27	124.20	125.30	126.07	0.76%
库存消费比	28.45%	25.43%	27.76%	30.07%	30.35%	29.54%	29.65%	-0.94%

数据来源：USDA、开源证券研究所

表4：2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年中国大豆期末库存量为 4338 万吨

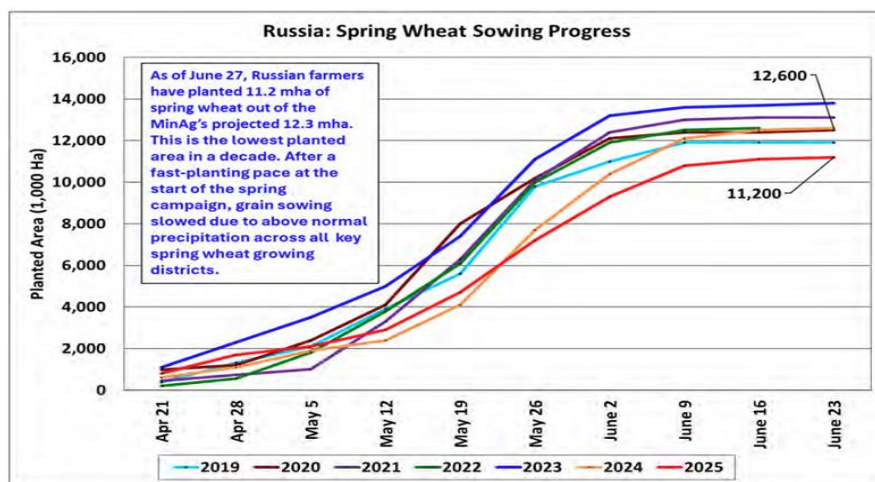
单位： 百万吨	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26 (2025 年 6 月预测值)	2025/26 (2025 年 7 月预测值)	同比 (%)
期初库存	24.48	28.86	25.15	32.34	43.31	44.98	43.48	0.39%
产量	19.60	16.40	20.28	20.84	20.65	21.00	21.00	1.69%
进口	99.74	90.30	104.50	112.00	108.00	112.00	112.00	5.16%
压榨量	95.00	90.00	96.00	99.00	103.00	108.00	108.00	4.85%
国内消费	114.90	110.30	117.50	121.80	126.90	133.00	133.00	4.81%
出口	0.07	0.10	0.09	0.07	0.08	0.10	0.10	25.00%
期末库存	28.86	25.15	32.34	43.31	44.98	44.88	43.38	-0.23%
库存消费比	25.11%	22.80%	27.52%	35.56%	35.45%	33.74%	32.62%	-1.65%

数据来源：USDA、开源证券研究所

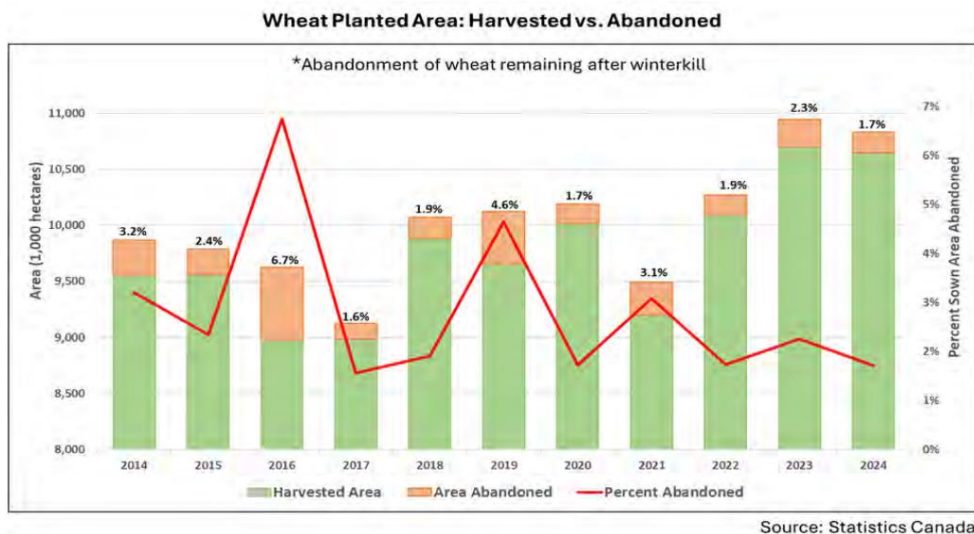
4、小麦：2025/2026 年全球产量环比下调、消费量环比上调

7 月报告环比下调 2025/2026 年全球小麦产量，上调消费量。根据 USDA 7 月供需预测报告，产量方面，2025/2026 年全球小麦产量环比调减 4 万吨至 8.09 亿吨。消费方面，2025/2026 年全球小麦饲用消费环比调增 33 万吨至 1.56 亿吨，内用消费环比调增 82 万吨至 8.11 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球小麦进口量环比调减 209 万吨，出口量环比调减 127 万吨。库存方面，2025/2026 年全球小麦期末库存环比调减 124 万吨至 2.62 亿吨。

俄罗斯农民转种其他品种致小麦收获面积缩减，加拿大小麦收获面积及单产下滑致产量下降。根据 7 月 USDA 全球农作物产量报告，(1) 俄罗斯：预计 2025/2026 年春小麦产量为 2300 万吨，环比 6 月报告数据-100 万吨（环比-4.17%），主要系小麦等谷物盈利能力下降导致部分农民转种油籽，小麦收获面积缩减至 1150 万公顷（环比-4.17%）。(2) 加拿大：预计 2025/2026 年小麦产量为 3500 万吨，环比 6 月报告数据-100 万吨（环比-2.78%），主要系收获面积缩减至 1070 万公顷（环比-1.83%），单产下降至 3.27 吨/公顷（环比-0.91%）。(3) 墨西哥：预计 2025/2026 年小麦产量为 160 万吨，环比 6 月报告数据-10 万吨（环比-5.88%），主要系收获面积缩减至 32 万公顷（环比-5.88%）。

图9：截至 6 月 23 日，俄罗斯小麦收获面积处于 2019 年以来低位


资料来源：USDA

图10：加拿大小麦收获面积下降


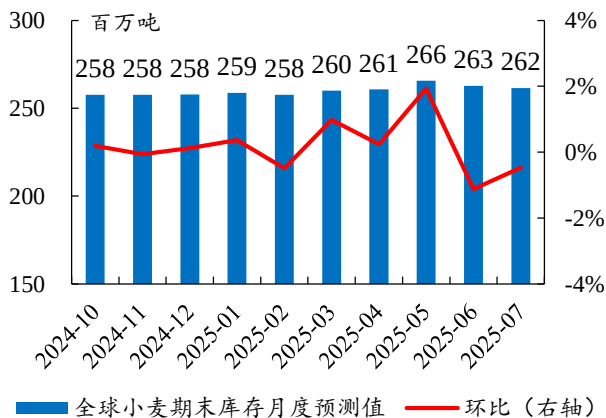
资料来源：USDA

图11：6.11-7.11 CBOT 小麦价格上涨 2.15%

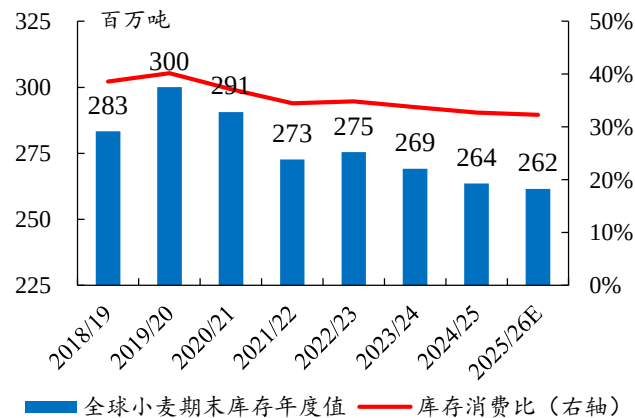

数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：6.11-7.11 国内小麦现货价格上涨 0.68%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2025/2026 年全球小麦期末库存较前预测值下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：预计 2025/2026 年全球小麦库存消费比同比下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年全球小麦期末库存量为 2.62 亿吨

单位： 百万吨	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26 (2025 年 6 月预测值)	2025/26 (2025 年 7 月预测值)	同比 (%)
期初库存	296.83	283.67	275.35	274.77	268.96	263.98	263.59	-2.07%
产量	776.26	780.35	790.45	791.95	799.91	808.59	808.55	1.08%
进口	194.77	200.18	212.96	222.93	197.91	210.93	208.84	5.48%
饲料消费	157.70	160.69	153.02	159.19	154.92	155.80	156.13	0.87%
消费总额	782.43	791.34	790.38	797.76	804.90	809.80	810.62	0.64%
出口	202.64	202.76	221.94	222.28	205.91	214.33	213.06	3.13%
期末库存	290.67	272.69	275.42	268.96	263.98	262.76	261.52	-0.79%
库存消费比	37.15%	34.46%	34.85%	33.71%	32.80%	32.45%	32.26%	-0.46%

数据来源：USDA、开源证券研究所

表6：2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年中国小麦期末库存量为 1.25 亿吨

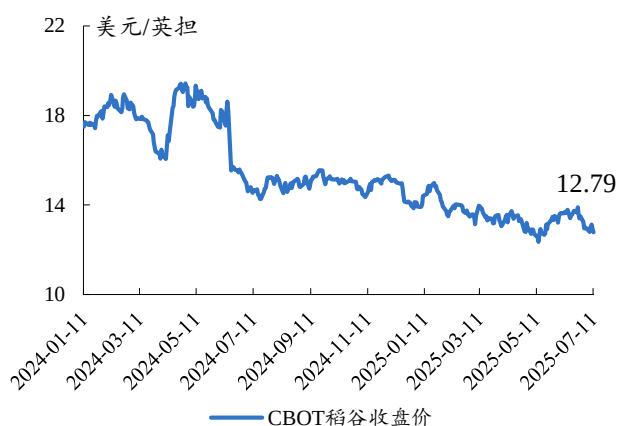
单位： 百万吨	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26 (2025 年 6 月预测值)	2025/26 (2025 年 7 月预测值)	同比 (%)
期初库存	150.02	139.12	136.76	138.82	134.50	127.60	127.60	-5.13%
产量	134.25	136.95	137.72	136.59	140.10	142.00	142.00	1.36%
进口	10.62	9.57	13.28	13.64	4.00	6.00	6.00	50.00%
饲料消费	45.00	35.00	33.00	37.00	33.00	33.00	33.00	0.00%
消费总额	155.00	148.00	148.00	153.50	150.00	150.00	150.00	0.00%
出口	0.76	0.88	0.95	1.04	1.00	1.00	1.00	0.00%
期末库存	139.12	136.76	138.82	134.50	127.60	124.60	124.60	-2.35%
库存消费比	89.75%	92.40%	93.80%	87.62%	85.07%	83.07%	83.07%	-2.00%

数据来源：USDA、开源证券研究所

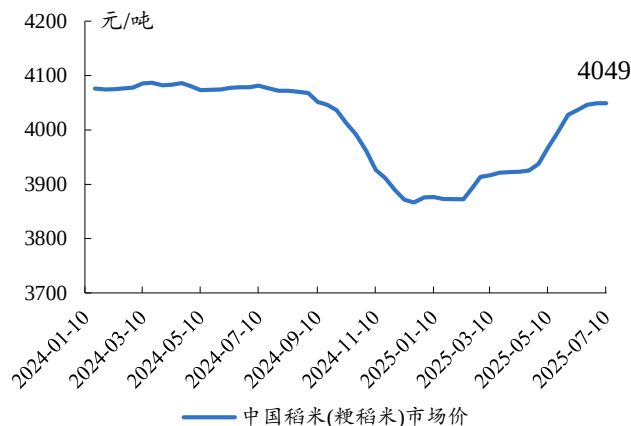
5、水稻：2025/2026 年全球产量环比下调、消费量环比上调

7 月报告下调 2025/2026 年全球水稻产量、上调消费量。根据 USDA 7 月供需预测报告，产量方面，2025/2026 年全球水稻产量环比调减 31 万吨至 5.41 亿吨。消费方面，2025/2026 年全球水稻消费环比调增 55 万吨至 5.42 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球水稻进口量环比调增 11 万吨，出口量环比调增 4 万吨。库存方面，2025/2026 年全球水稻期末库存环比调减 55 万吨至 1.87 亿吨。

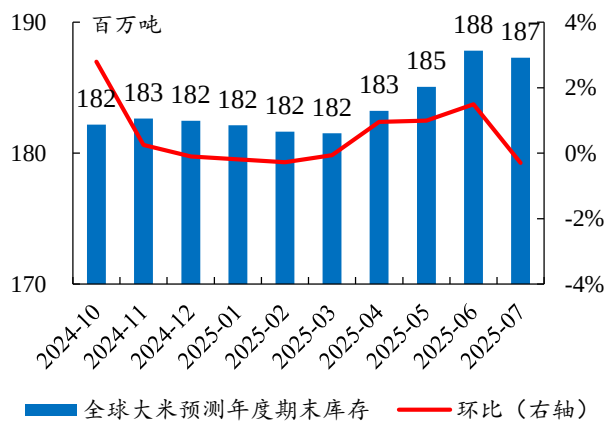
美国水稻收获面积收缩，产量环比下调。根据 7 月 USDA 全球农作物产量报告，预计 2025/2026 年美国水稻产量为 651 万吨，环比 6 月报告数据-30 万吨(环比-4.41%)，主要系收获面积缩减至 107 万公顷（环比-4.46%）。

图15：6.11-7.11CBOT 水稻价格下跌 6.30%


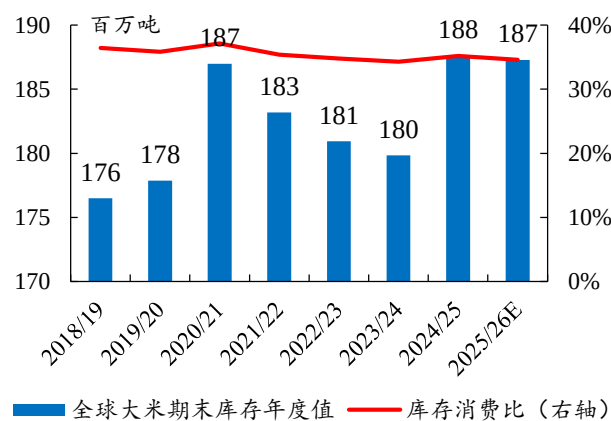
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：6.10-7.10 国内稻米市场价上涨 0.30%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2025/2026 年全球水稻期末库存较前预测值下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：预计 2025/2026 年全球水稻库存消费比同比下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年全球水稻期末库存量为 1.87 亿吨

单位： 百万吨	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26 (2025 年 6 月预测值)	2025/26 (2025 年 7 月预测值)	同比(%)
期初库存	181.64	187.71	184.39	180.81	179.83	187.33	187.62	4.33%
产量	508.84	513.10	516.70	523.70	541.15	541.58	541.27	-0.04%
进口	46.32	54.48	57.67	53.38	58.13	58.87	58.98	0.87%
消费总额	503.50	517.63	520.15	524.68	533.65	541.07	541.62	1.48%
出口	50.76	56.91	55.46	56.80	61.91	61.71	61.75	-0.71%
期末库存	186.98	183.19	180.93	179.83	187.33	187.83	187.28	-0.18%
库存消费比	37.14%	35.39%	34.78%	34.27%	35.10%	34.71%	34.58%	-0.57%

数据来源：USDA、开源证券研究所

表8：2025 年 7 月报告预测 2025/2026 年中国水稻期末库存量为 1.05 亿吨

单位： 百万吨	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26 (2025 年 6 月预测值)	2025/26 (2025 年 7 月预测值)	同比(%)
期初库存	116.50	116.50	113.00	106.60	103.00	103.50	103.50	0.49%
产量	148.30	148.99	145.95	144.62	145.28	146.00	146.00	0.50%
进口	4.22	5.95	4.38	1.53	2.25	2.45	2.60	8.33%
消费总额	150.29	156.36	154.99	148.12	146.03	146.05	146.70	0.46%
出口	2.22	2.08	1.74	1.63	1.00	0.90	0.90	-21.74%
期末库存	116.50	113.00	106.60	103.00	103.50	105.00	104.50	0.97%
库存消费比	77.52%	72.27%	68.78%	69.54%	70.88%	71.89%	71.23%	0.36%

数据来源：USDA、开源证券研究所

6、风险提示

自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

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

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