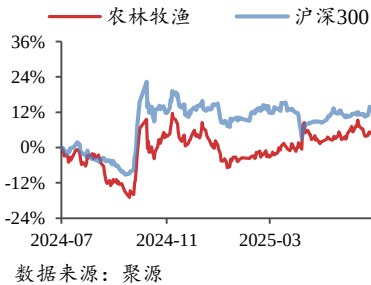


农林牧渔

2025 年 06 月 29 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《消费逐步进入淡季，短期鸡价或有压力——行业点评报告》-2025.6.23
 《供给收缩已至支撑猪价上行，618 宠物食品龙头表现亮眼——行业周报》-2025.6.22
 《6 月 USDA 农产品报告上调全球玉米、水稻、小麦产量，维持全球大豆产量预期——行业点评报告》-2025.6.17

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

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

王高展（联系人）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790123060055

朱本伦（联系人）

zhubenlun@kysec.cn

证书编号：S0790124060020

● 周观察：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

供给收缩已至，猪价中枢持续抬升。据涌益咨询，截至 2025 年 6 月 29 日，全国生猪均价 14.74 元/公斤，周环比+0.45 元/公斤，同比-3.17 元/公斤。截至 2025 年 6 月 26 日，涌益样本生猪出栏均重 128.14 公斤/头，周环比-0.14 公斤/头，同比+2.43 公斤/头。2025 年 6 月 10-20 日行业二育占实际销量比重 0.91%，环比有所提升，但仍处相对低位。生猪供给缺口传导已至叠加前期生猪降重出栏，当前市场生猪供给偏紧，6 月末至 7 月初我国降雨量偏多进一步推升猪价。当前猪价基本面与政策面已初步形成共振，2025H2 猪价中枢上移存在多维强支撑。

出栏增长、均重抬升及成本下降或共驱 2025Q2 猪企利润同比保持高增。据涌益咨询，2025Q2 生猪均价 14.55 元/公斤（同比-11.22%），行业生猪养殖成本受饲料价格下行及养殖水平提高下降至 13.38 元/公斤（同比-2.92%，涌益口径），季度生猪出栏均重提升至 128.99 公斤/头（同比+2.42%），预计牧原股份等 12 家核心上市猪企 2025Q2 生猪出栏量合计同比+34.07%。综上，2025Q2 猪价虽同比下行，但出栏增长、均重抬升及成本下降或共驱 2025Q2 猪企利润同比保持高增。我们测算生猪板块 2025Q2 利润或同比+38%。

生猪板块低位投资逻辑边际改善，供给收缩与宏观催化共振，建议积极配置。当前生猪板块仍处相对低位，宏观层面，中美关系缓和预期，国内经济消费修复利多猪价，且年度 CPI 同比+2%目标实现压力或驱动多轮政策出台执行维稳拉升猪价，预计 2026 年生猪供给压力受政策影响同步改善；中观层面，2025Q3 生猪供给缺口传导已至，猪价季度环比上行有支撑；微观层面，龙头猪企出栏增量且持续推进降本增效或穿越周期实现盈利。当前生猪板块处相对低位，供给收缩与宏观催化共振驱动投资逻辑边际改善，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（6.20-6.27）：农业跑输大盘 1.11 个百分点

本周上证指数上涨 1.91%，农业指数上涨 0.80%，跑输大盘 1.11 个百分点。子板块来看，渔业板块领涨。个股来看，生物股份（+9.83%）、春雪食品（+9.82%）、西部牧业（+8.34%）领涨。

● 本周价格跟踪（6.20-6.27）：本周黄羽鸡、对虾、草鱼等农产品价格环比上涨

6 月 27 日全国外三元生猪均价为 14.72 元/kg，较上周上涨 0.50 元/kg；仔猪均价为 31.6 元/kg，较上周下跌 0.25 元/kg；白条肉均价 18.98 元/kg，较上周上涨 0.42 元/kg。6 月 27 日猪料比价为 4.38:1。

● 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：2025Q2 猪企利润或仍同比高增，供给收缩宏观催化共振低位积极配置	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	6
3、本周市场表现（6.20-6.27）：农业跑输大盘 1.11 个百分点	7
4、本周重点新闻（6.20-6.27）：中华人民共和国农业农村部第 920 号公告发布	8
5、本周价格跟踪（6.20-6.27）：本周黄羽鸡、对虾、草鱼等农产品价格环比上涨	9
6、主要肉类进口量	12
7、饲料产量	12
8、风险提示	13

图表目录

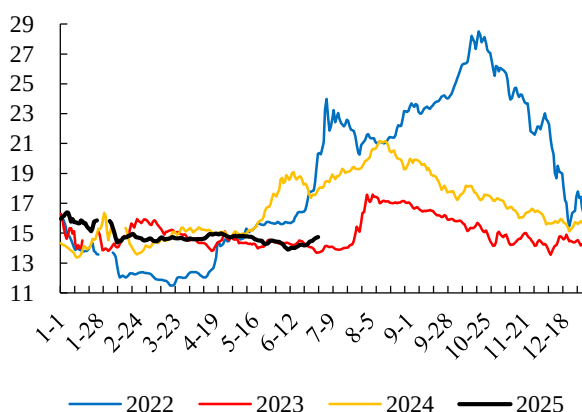
图 1：供给收缩已至，猪价中枢持续抬升(元/公斤)	3
图 2：生猪屠宰量略高于 2023 年同期（万头）	3
图 3：生猪出栏均重延续下移（公斤/头）	3
图 4：肥猪仍有溢价，供给压力有限（元/公斤）	3
图 5：行业二育占实际销量比重 0.91%，环比提升	4
图 6：二育栏舍利用率 45%，环比+7pct	4
图 7：6 月末 7 月初我国多降雨影响生猪调运	4
图 8：高温或驱动生猪出栏均重进一步下行	4
图 9：2025Q2 生猪均价同比-11.22%	5
图 10：2024Q2 生猪养殖成本同比-2.92%	5
图 11：预计 2025Q2 核心上市猪企出栏量同比增长	5
图 12：预计 2025Q3 供给缺口驱动猪价上行(元/公斤)	5
图 13：生猪板块市值处相对低位	6
图 14：生猪板块市净率处底部区间	6
图 15：本周农业指数上涨 0.80%（%）	7
图 16：本周农业指数跑输大盘 1.11 个百分点	7
图 17：本周渔业板块涨幅最大（%）	7
图 18：本周外三元生猪价格环比上涨	9
图 19：本周生猪自繁自养利润环比上涨	9
图 20：本周鸡苗均价环比下跌	10
图 21：本周毛鸡主产区均价环比下跌	10
图 22：本周黄羽肉鸡价格环比上涨	10
图 23：6 月 19 日牛肉价格环比下跌	10
图 25：6 月 27 日鲈鱼价格环比下跌	11
图 26：6 月 26 日对虾价格环比上涨	11
图 27：本周玉米期货结算价环比下跌	11
图 28：本周豆粕期货结算价环比下跌	11
图 29：本周 NYBOT11 号糖环比上涨（美分/磅）	12
图 30：本周郑商所白糖收盘价环比上涨（元/吨）	12
图 31：2025 年 5 月猪肉进口量 9.00 万吨	12
图 32：2025 年 5 月鸡肉进口量 2.97 万吨	12
图 33：2025 年 5 月全国工业饲料总产量为 2770 万吨	13
表 1：农业个股涨跌幅排名：生物股份、春雪食品、西部牧业领涨	8
表 2：本周黄羽鸡、对虾、草鱼等农产品价格环比上涨	9

1、周观察：2025Q2 猪企利润或仍同比高增，供给收缩宏观

催化共振低位积极配置

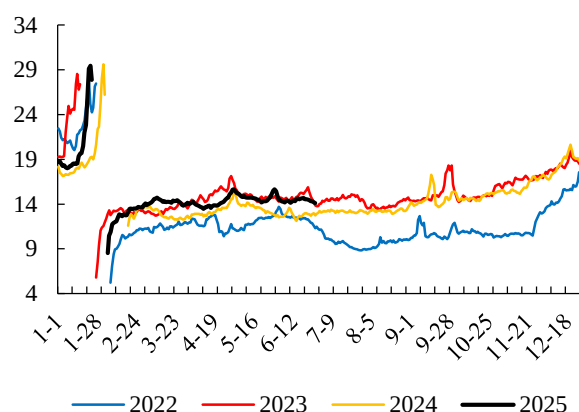
供给收缩已至，猪价中枢持续抬升。据涌益咨询，截至 2025 年 6 月 29 日，全国生猪均价 14.74 元/公斤，周环比+0.45 元/公斤，同比-3.17 元/公斤。生猪屠宰量略高于 2023 年同期。截至 2025 年 6 月 26 日，涌益样本生猪出栏均重 128.14 公斤/头，周环比-0.14 公斤/头，同比+2.43 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.10 元/公斤（周环比-0.04 元/公斤）。2025 年 6 月 10-20 日行业二育占实际销量比重 0.91%，环比有所提升，但仍处相对低位，二育整体入场仍偏谨慎。生猪供给缺口传导已至叠加前期生猪降重出栏，当前市场生猪供给偏紧，6 月末至 7 月初我国降雨量偏多进一步推升猪价。当前猪价基本面与政策面已初步形成共振，2025H2 猪价中枢上移存在多维强支撑。

图1：供给收缩已至，猪价中枢持续抬升(元/公斤)



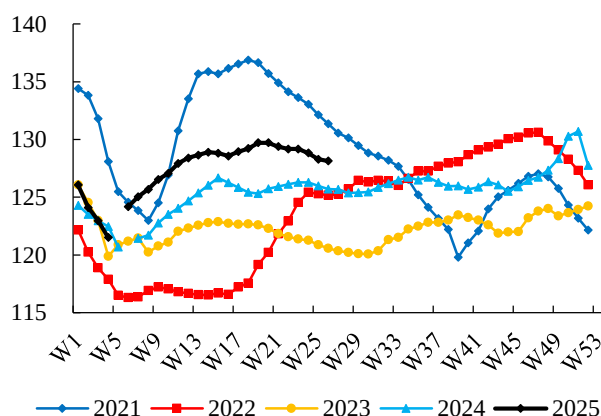
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图2：生猪屠宰量略高于 2023 年同期（万头）



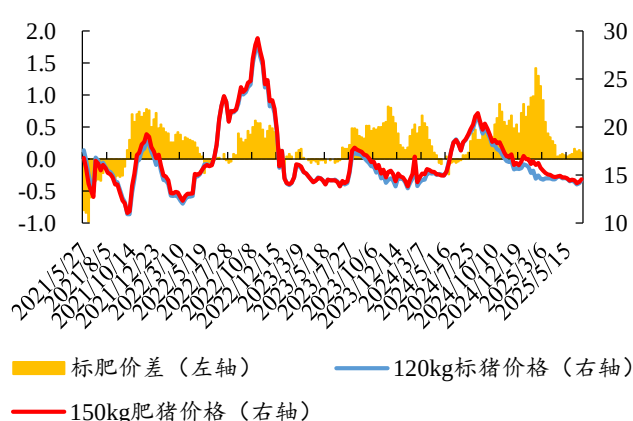
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图3：生猪出栏均重延续下移（公斤/头）



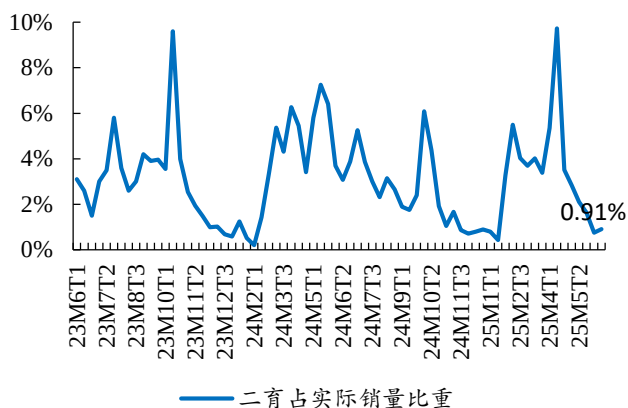
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

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：行业二育占实际销量比重 0.91%，环比提升



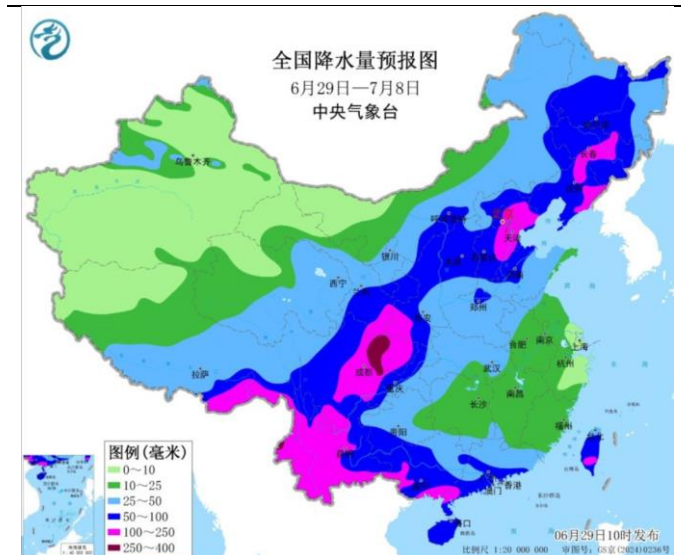
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图6：二育栏舍利用率 45%，环比+7pct



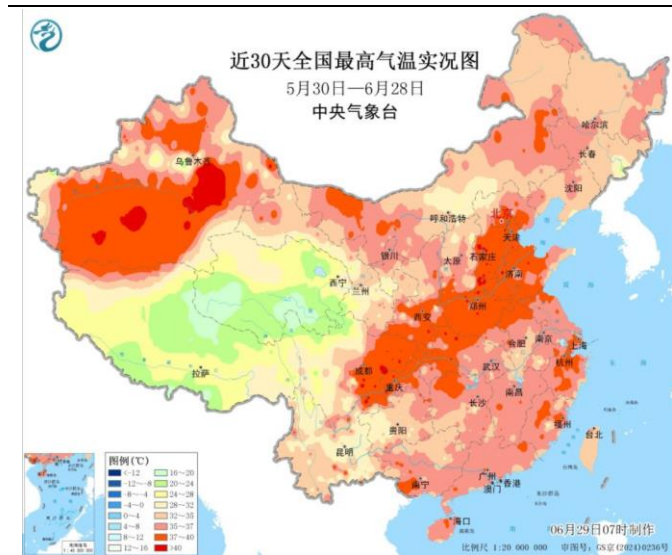
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图7：6月末7月初我国多降雨影响生猪调运



资料来源：中央气象台

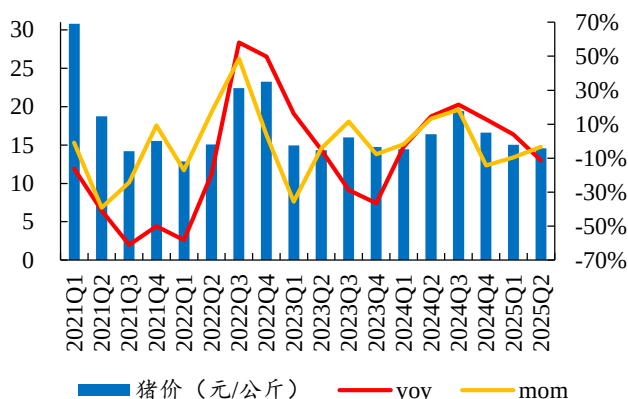
图8：高温或驱动生猪出栏均重进一步下行



资料来源：中央气象台

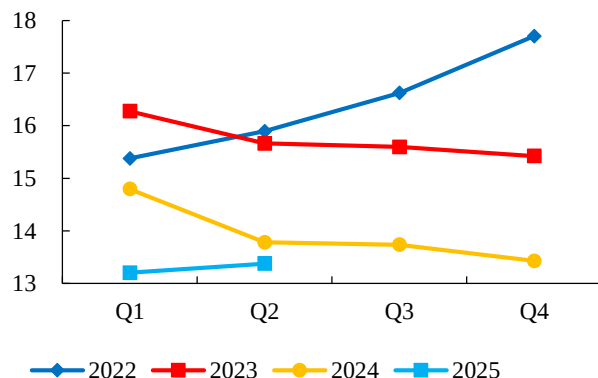
出栏增长、均重抬升及成本下降或共驱 2025Q2 猪企利润同比保持高增。据涌益咨询，2025Q2 生猪均价 14.55 元/公斤（同比-11.22%），行业生猪养殖成本受饲料价格下行及养殖水平提高下降至 13.38 元/公斤（同比-2.92%，涌益口径），季度生猪出栏均重提升至 128.99 公斤/头（同比+2.42%），预计牧原股份等 12 家核心上市猪企 2025Q2 生猪出栏量合计同比+34.07%。综上，2025Q2 猪价虽同比下行，但出栏增长、均重抬升及成本下降或共驱 2025Q2 猪企利润同比保持高增。我们测算生猪板块 2025Q2 利润或同比+38%。

图9：2025Q2 生猪均价同比-11.22%



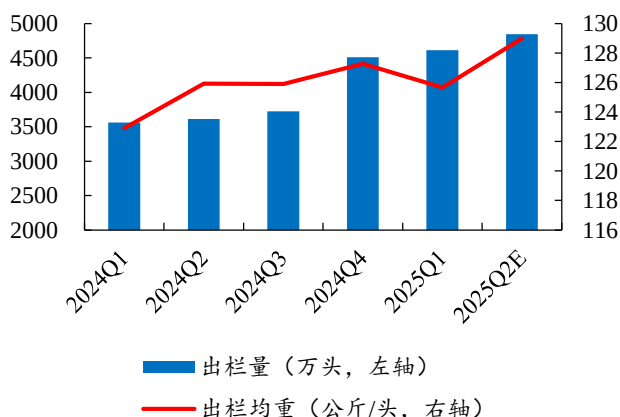
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图10：2024Q2 生猪养殖成本同比-2.92%



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

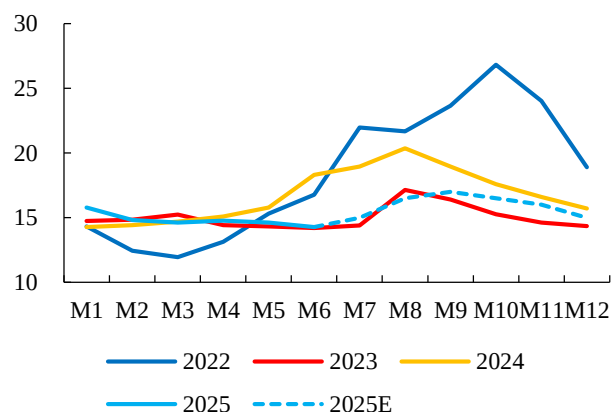
图11：预计 2025Q2 核心上市猪企出栏量同比增长



数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

注：样本为牧原股份等 12 家核心上市猪企

图12：预计 2025Q3 供给缺口驱动猪价上行(元/公斤)

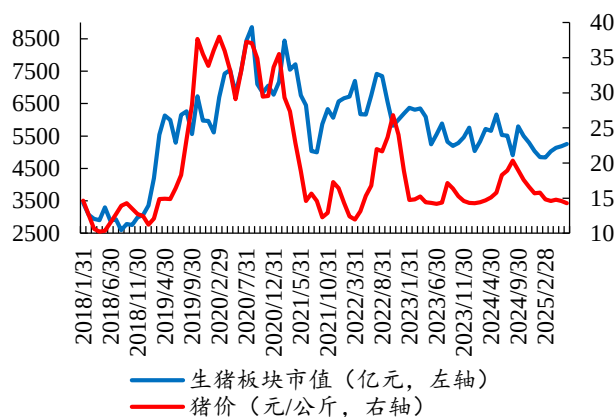


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

生猪板块低位投资逻辑边际改善，供给收缩与宏观催化共振，建议积极配置。

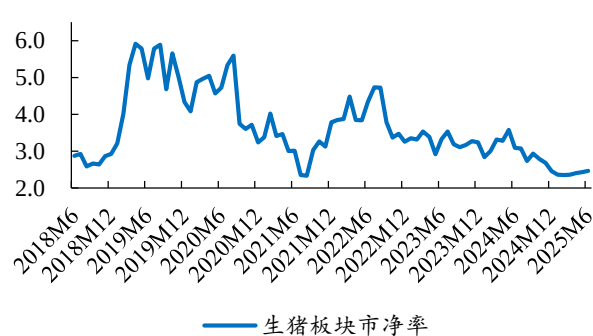
当前生猪板块仍处相对低位，宏观层面，中美关系缓和预期，国内经济消费修复利多猪价，且年度 CPI 同比+2%目标实现压力或驱动多轮政策出台执行维稳拉升猪价，预计 2026 年生猪供给压力受政策影响同步改善；中观层面，2025Q3 生猪供给缺口传导已至，猪价季度环比上行有支撑；微观层面，龙头猪企出栏增量且持续推进降本增效或穿越周期实现盈利。当前生猪板块处相对低位，供给收缩与宏观催化共振驱动投资逻辑边际改善，建议积极配置。

图13：生猪板块市值处相对低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：生猪板块市净率处底部区间



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，2023 年我国饲料总产值提升至 1.40 万亿元，产量提升至 3.22 亿吨，猪料及禽料占我国饲料产量达 86%，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。

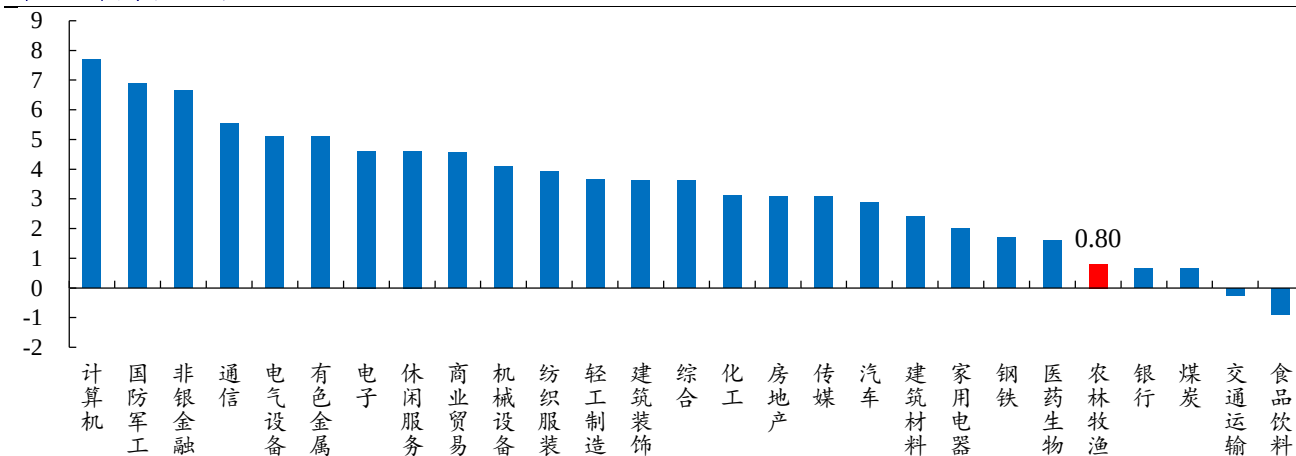
消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。 2024 年城镇犬猫消费市场规模 3002 亿元，同比+7.5%，预计 2025-2027 年市场规模增速保持 10%以上。据欧睿数据，2025 年中国宠物食品市场规模有望突破 600 亿人民币，2025-2028 年

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（6.20-6.27）：农业跑输大盘 1.11 个百分点

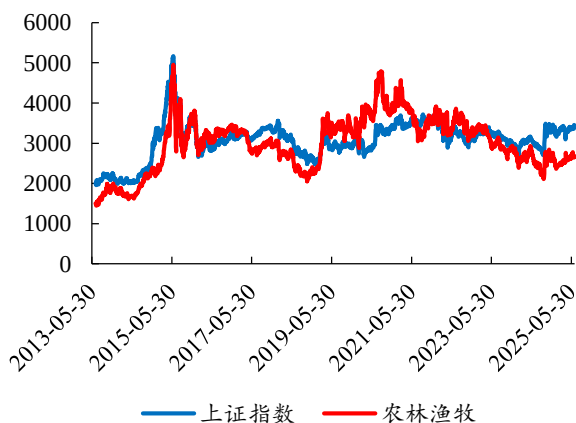
本周上证指数上涨 1.91%，农业指数上涨 0.80%，跑输大盘 1.11 个百分点。子板块来看，渔业板块领涨。个股来看，生物股份（+9.83%）、春雪食品（+9.82%）、西部牧业（+8.34%）领涨。

图15：本周农业指数上涨 0.80%（%）



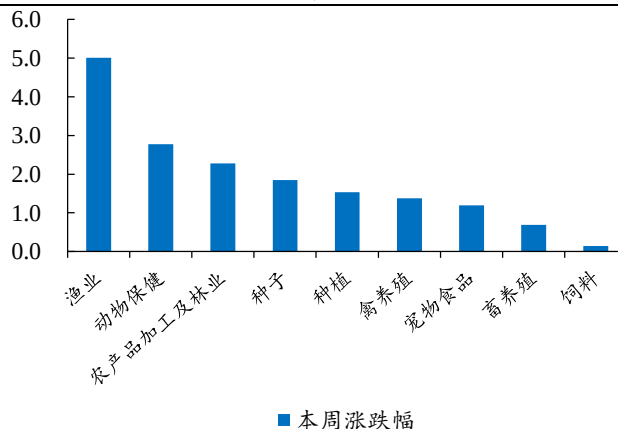
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：本周农业指数跑输大盘 1.11 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：本周渔业板块涨幅最大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：农业个股涨跌幅排名：生物股份、春雪食品、西部牧业领涨

前 15 名			后 15 名		
600201.SH	生物股份	9.83%	300498.SZ	温氏股份	0.18%
605567.SH	春雪食品	9.82%	002505.SZ	鹏都农牧	0.00%
300106.SZ	西部牧业	8.34%	600962.SH	国投中鲁	0.00%
000833.SZ	粤桂股份	7.48%	300119.SZ	瑞普生物	0.00%
600540.SH	新赛股份	7.34%	301498.SZ	乖宝宠物	-0.23%
600097.SH	开创国际	6.91%	603336.SH	宏辉果蔬	-0.33%
603668.SH	天马科技	6.44%	300761.SZ	立华股份	-0.43%
002069.SZ	獐子岛	6.27%	000048.SZ	京基智农	-0.70%
300094.SZ	国联水产	5.88%	002311.SZ	海大集团	-0.80%
688098.SH	申联生物	5.57%	001222.SZ	源飞宠物	-0.96%
600371.SH	万向德农	5.09%	300175.SZ	朗源股份	-1.58%
001366.SZ	播恩集团	5.02%	600265.SH	ST 景谷	-2.77%
000798.SZ	中水渔业	4.26%	605296.SH	神农集团	-3.68%
000639.SZ	西王食品	4.21%	603151.SH	邦基科技	-4.12%
000663.SZ	永安林业	4.17%	300511.SZ	雪榕生物	-5.99%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至 2025 年 6 月 27 日

4、本周重点新闻（6.20-6.27）：中华人民共和国农业农村部

第 920 号公告发布

中华人民共和国农业农村部第 920 号公告发布。农业农村部批准宁波三生生物科技股份有限公司等 26 家单位的盐酸地那维林等 8 种兽药产品为新兽药；批准北京金诺百泰生物技术有限公司等 4 家单位的猪瘟病毒阻断 ELISA 抗体检测试剂盒等 3 种新兽药产品注册；批准青岛易邦生物工程有限公司等 13 家单位申报的鸡滑液支原体灭活疫苗（YBF-MS1 株）等 5 种兽药产品变更注册。

国家发改委：2025 年实现全年粮食生产目标任务是有保障的。国家发展改革委政策研究室副主任李超在 6 月份新闻发布会表示，全国累计建成高标准农田面积超过 10 亿亩，耕地灌溉面积发展到 10.8 亿多亩，显著增强了农业生产的抗旱防涝减灾能力。截至 2024 年底，农作物耕种收综合机械化率超过 75%，农业科技进步贡献率超过 63%。

全国夏粮收获过九成，夏播粮食进度近八成。截至 6 月 26 日，全国夏粮收获过九成，冬小麦大面积收获基本结束；全国夏播粮食进度近八成，其中，夏玉米、中稻播栽九成半，夏大豆播种过七成，双季晚稻预计 7 月中旬开始栽插。

5、本周价格跟踪（6.20-6.27）：本周黄羽鸡、对虾、草鱼等农产品价格环比上涨

表2：本周黄羽鸡、对虾、草鱼等农产品价格环比上涨

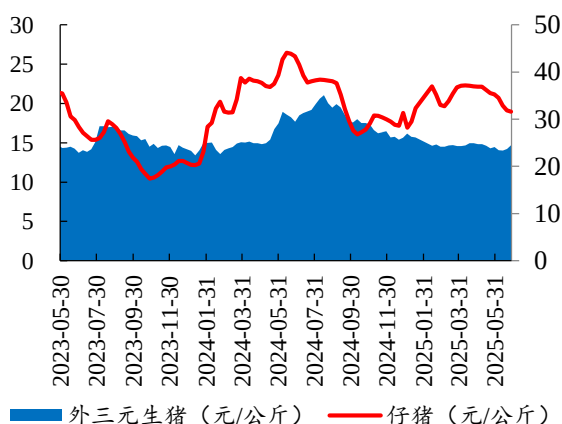
分类	项目	本周价格	周环比	前一周价格	周环比	前两周价格	周环比
生猪	生猪价格（元/公斤）	14.72	3.52%	14.22	1.43%	14.02	-0.28%
	仔猪价格（元/公斤）	31.60	-0.78%	31.85	-3.16%	32.89	-4.69%
	生猪养殖利润：自繁自养（元/头）	50.25	159.02%	19.40	768.97%	-2.90	-108.57%
	生猪养殖利润：外购仔猪（元/头）	-131.71	29.49%	-186.79	11.32%	-210.64	-74.37%
白羽鸡	鸡苗价格（元/羽）	1.70	-8.60%	1.86	-32.12%	2.74	-3.52%
	毛鸡价格（元/公斤）	7.01	-1.54%	7.12	-2.06%	7.27	-0.68%
	毛鸡养殖利润（元/羽）	-1.49	-23.14%	-1.21	-53.16%	-0.79	-36.21%
	父母代种鸡养殖利润（元/羽）	-1.05	-17.98%	-0.89	-8800.00%	-0.01	-111.11%
黄羽鸡	中速鸡价格（元/公斤）	9.85	2.07%	9.65	-10.23%	10.75	0.00%
牛肉	牛肉价格（元/公斤）	69.78	-0.04%	69.81	-0.13%	69.90	0.06%
水产品	草鱼价格（元/公斤）	16.46	0.30%	16.41	0.55%	16.32	0.55%
	鲈鱼价格（元/公斤）	36.50	-1.35%	37.00	-5.13%	39.00	0.00%
	对虾价格（元/公斤）	24.00	4.35%	23.00	-8.00%	25.00	-1.96%
大宗农产品	玉米期货价格（元/吨）	2378.00	-1.20%	2407.00	1.56%	2370.00	1.46%
	豆粕期货价格（元/吨）	2938.00	-4.30%	3070.00	0.72%	3048.00	0.96%
	ICE11号糖期货价格（美分/磅）	16.69	0.97%	16.53	-0.54%	16.62	-2.46%
	郑商所糖期货价格（元/吨）	5792.00	1.26%	5720.00	0.99%	5664.00	-0.93%

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

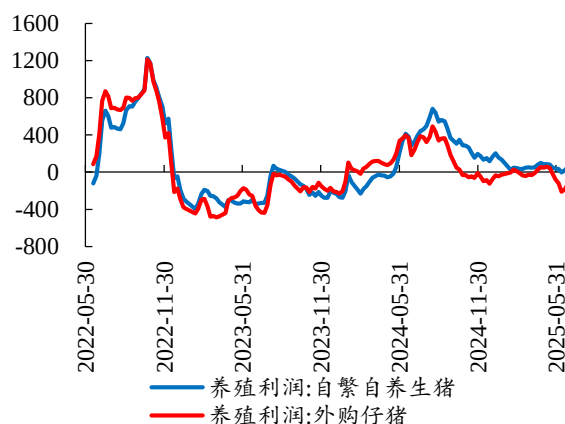
生猪养殖：6月27日全国外三元生猪均价为14.72元/kg，较上周上涨0.50元/kg；仔猪均价为31.6元/kg，较上周下跌0.25元/kg；白条肉均价18.98元/kg，较上周上涨0.42元/kg。6月27日猪料比价为4.38:1。自繁自养头均利润50.25元/头，环比+30.85元/头；外购仔猪头均利润-131.71元/头，环比+55.08元/头。

图18：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

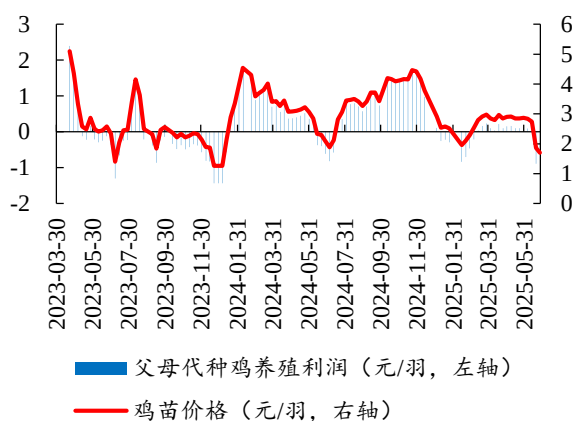
图19：本周生猪自繁自养利润环比上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

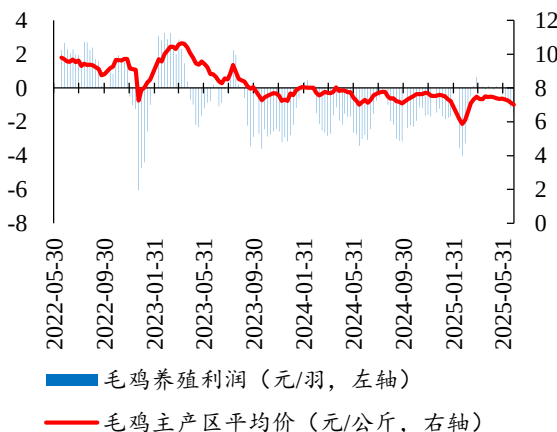
白羽肉鸡：本周鸡苗均价1.70元/羽，环比-8.60%；毛鸡均价7.01元/公斤，环比-1.54%；毛鸡养殖利润-1.49元/羽，环比-0.28元/羽。

图20：本周鸡苗均价环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

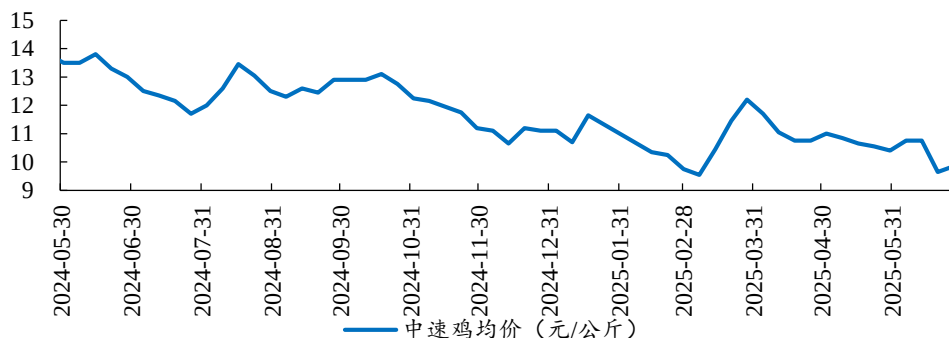
图21：本周毛鸡主产区均价环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

黄羽肉鸡：6月27日中速鸡均价 9.85 元/公斤，环比+0.20 元/公斤。

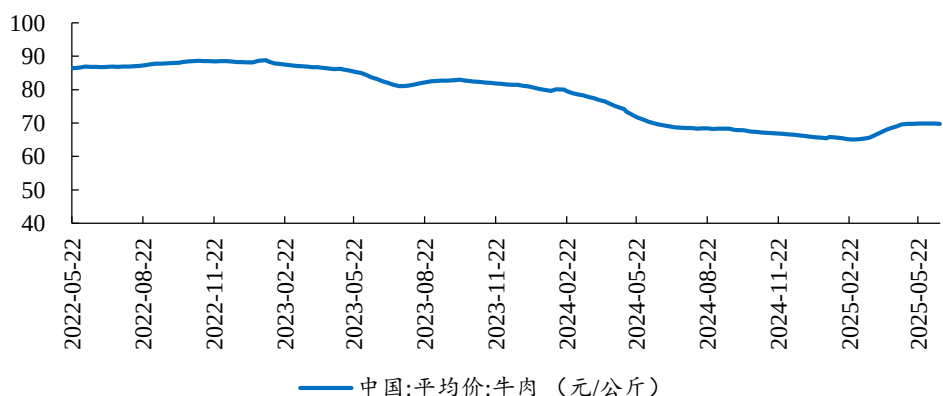
图22：本周黄羽肉鸡价格环比上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

牛肉：6月19日牛肉均价 69.78 元/公斤，环比上周下跌 0.03 元/公斤。

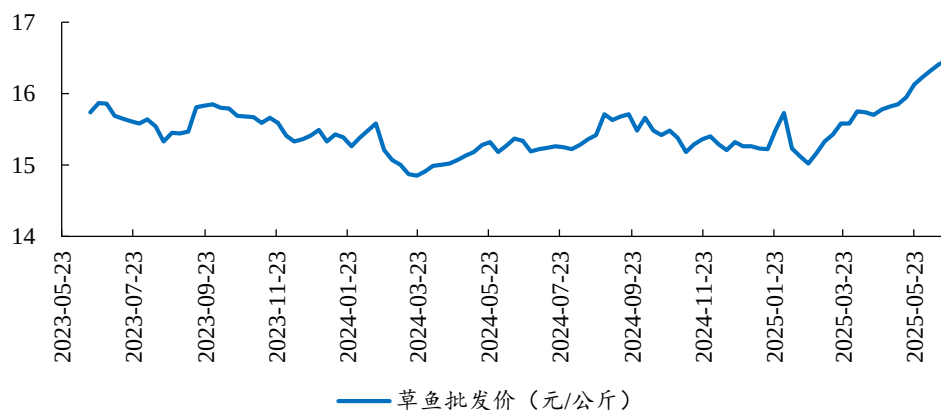
图23：6月19日牛肉价格环比下跌



数据来源：新牧网、开源证券研究所

水产品：上周草鱼价格 16.46 元/公斤，环比+0.30%；据海大农牧数据，6月27日鲈鱼价格 36.50 元/公斤，环比-1.35%；6月26日对虾价格 24.00 元/公斤，环比+4.35%。

图24：6.13-6.20 草鱼价格环比上涨



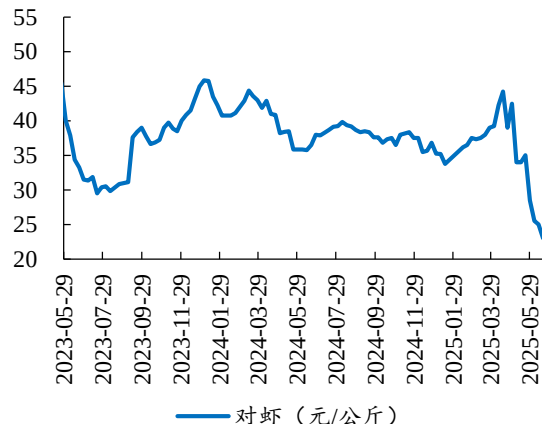
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：草鱼价格滞后一周

图25：6月27日鲈鱼价格环比下跌



数据来源：海大农牧、开源证券研究所

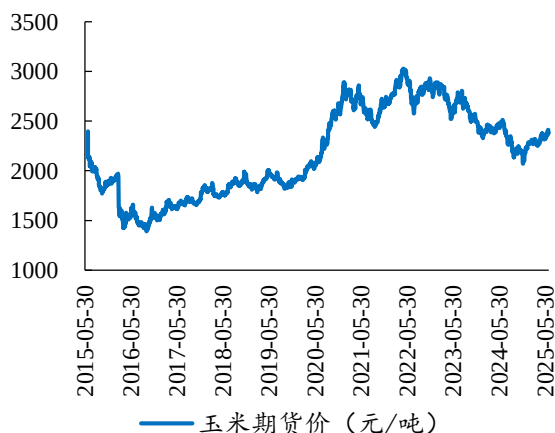
图26：6月26日对虾价格环比上涨



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 2378.00 元/吨，周环比-1.20%；豆粕期货活跃合约结算价为 2938.00 元/吨，周环比-4.30%。

图27：本周玉米期货结算价环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：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 6月27日收盘价 16.69 美分/磅，周环比+0.97%。国内糖价，郑商所白砂糖期货 6月27日收盘价 5792.00 元/吨，周环比+1.26%。

图29：本周 NYBOT11 号糖环比上涨（美分/磅）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：本周郑商所白糖收盘价环比上涨（元/吨）



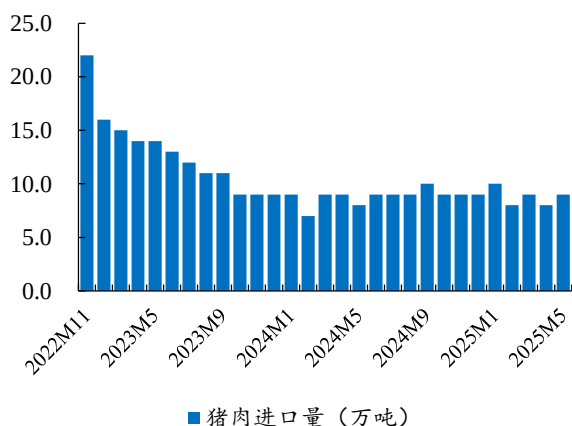
数据来源：Wind、开源证券研究所

6、主要肉类进口量

猪肉进口：据海关总署数据，2025 年 5 月猪肉进口 9.00 万吨，同比+11.7%。

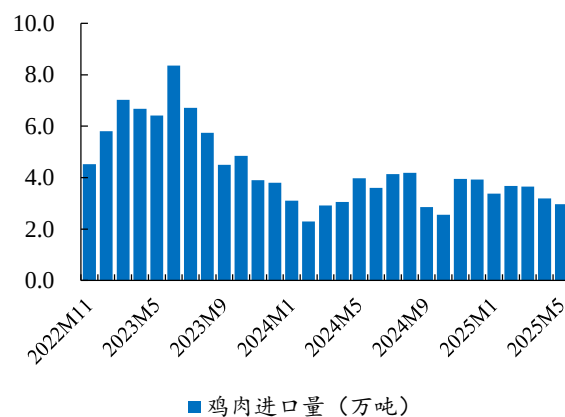
鸡肉进口：据海关总署数据，2025 年 5 月鸡肉进口 2.97 万吨，同比-25.5%。

图31：2025 年 5 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

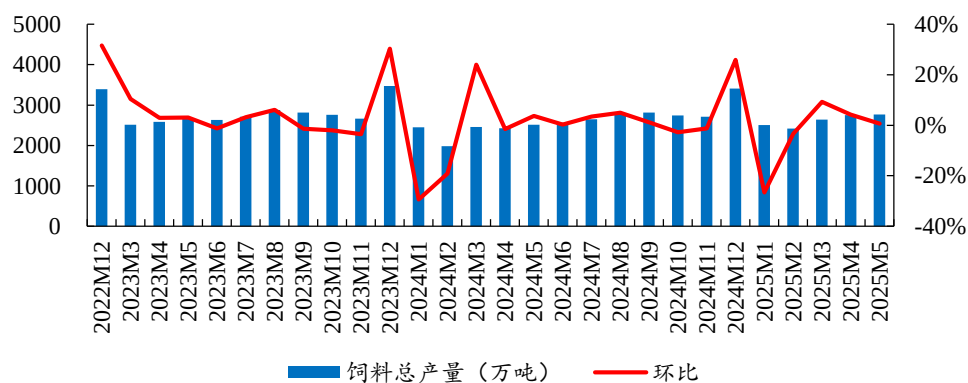
图32：2025 年 5 月鸡肉进口量 2.97 万吨



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 5 月全国工业饲料产量 2770 万吨，环比+0.6%。

图33：2025 年 5 月全国工业饲料总产量为 2770 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

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