

周期破晓见曦，成长擘画新篇

农业

■ 农林牧渔展望 2026 行业报告

Yidan Lin
yd.lin@htisec.com

本报告导读：

2026 年，生猪和肉牛养殖有望迎来周期拐点。宠物赛道成长性明确，产销研三环节俱全具备的公司有望在卷流量竞争中有望获胜。种植赛道特色标的成长性显著，值得关注。

投资要点：

生猪养殖：政策、周期双驱动，产能逻辑催化。

1) 价格：2026H1 预计猪价延续低迷，行业延续低利润。2) 产能：产能政策和周期调节，产能去化持续。3) 负债降低，成本下降。关注成本改善、具备成长性的生猪养殖企业。

禽养殖：白鸡供需静待修复，黄鸡需求或提升。

1) 白鸡产业链价格陷入深度低迷，供需回归平衡尚需时间。2) 黄鸡价格或将小幅修复，关注中华土鸡推广活动对黄鸡消费的带动作用。

牛养殖：养殖周期长，供给侧收缩推动价格上涨。

1) 肉牛养殖周期长，我国肉牛养殖格局分散，散户行为影响大。2) 2022-2024 年的价格低位推动去化，2025 年起出栏量环比下降，价格有望持续景气。

养殖后周期：饲料销量有望增长，龙头集中度提升。动保关注新品进展。

1) 2026 年养殖存栏量仍然较高，行业景气度持续向上，其中 2026 年上半年企业饲料销量增速预期高于下半年。2) 动保需求受养殖低利润影响，2026 年动保景气度或承压，关注新品（如非洲猪瘟疫苗、宠物疫苗）进展。

种植：粮价有望稳中向上，自主可控，关注创新。

1) 种子：种业振兴，品种创新。2) 粮食：粮食安全重要性提升，粮价有望稳中向上。3) 特色种植：关注蓝莓、菌菇等机会。4) 植物提取：天然健康趋势推动植物提取产品需求持续增长。

宠物：成长明确，国产崛起，产销研三环节俱全具备强竞争力。

1) 宠物市场蓬勃发展，宠物主消费力仍强，且为宠物付费的意愿提升，宠物赛道成长性明确。2) 2025 年行业陷入卷流量做大收入规模困境，宠物品牌在营销费用投放方面加大力度，影响行业公司短期利润率。3) 产销研三环节俱全的公司稀缺，此类公司有望在行业竞争中取得胜利，关注自主品牌增速和价格提升情况。

风险提示：气温气候大幅波动的风险；农产品价格大幅波动的风险；养殖疫情和农产品种植病虫害风险。外部环境变化对农产品进出口的风险。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目录

1. 投资建议：把握周期拐点，重视成长赛道.....	3
2. 生猪：政策、周期双驱动，产能逻辑催化.....	4
2.1. 能繁相对充足，推断 2026H1 猪价预计延续低迷.....	4
2.2. 产能政策和周期调节，产能去化持续	4
2.3. 生猪养殖企业：聚焦成本，降低负债	5
3. 禽：白鸡待修复，黄鸡存希望	6
3.1. 白鸡：绝境中酝酿希望	6
3.2. 黄鸡：中华土鸡推广活动或推动黄鸡消费回升	7
4. 牛：供给收缩确立，价格持续上行可期.....	8
4.1. 肉牛养殖周期长，我国肉牛养殖规模化程度低	8
4.2. 供给收缩确立，看好牛肉价格持续上涨	9
5. 饲料&动保：跟随养殖行情，关注公司竞争力改善.....	9
5.1. 饲料：产量复苏，景气向好	9
5.2. 动保：后周期短期景气度承压，关注大单品突破	11
6. 种植：粮价有望景气上行，自主可控推动品种创新.....	12
6.1. 粮食安全重要性高，粮价有望景气上行	12
6.2. 玉米种子供给侧改革，技术创新品种更迭	13
6.3. 特色种植：把握工厂化菌菇产能拐点、特色菌菇崛起	16
6.4. 特色种植：国产高端蓝莓产量增长，品牌化开启	16
6.5. 植物提取：天然健康赛道，龙头崛起正当时	17
7. 宠物：蓬勃发展，国产崛起	18
7.1. 宠物行业增长驱动力明确，2025 行业增速突出	18
7.2. 产品分类更精细，卷流量影响品牌短期利润率	19
7.3. 产销研三环节俱全的公司稀缺，关注品牌增速和价格提升情况	20
8. 风险提示	21

1. 投资建议：把握周期拐点，重视成长赛道

2026 年，生猪和肉牛养殖有望迎来周期拐点，推荐牧原股份、温氏股份等。宠物赛道成长性明确，产销研三环节俱全具备的公司在卷流量竞争中有望获胜，推荐中宠股份、乖宝宠物、佩蒂股份等。种植赛道特色标的成长性显著，推荐晨光生物、诺普信等，相关标的康农种业、众兴菌业。

表1：重点覆盖公司盈利预测及估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元）		PE	
		2026-1-2	2025E	2026E	2025E	2026E
002714.SZ	牧原股份	50.58	2.54	4.81	19.91	10.52
300498.SZ	温氏股份	16.88	0.94	1.29	17.96	13.09
002100.SZ	天康生物	7.37	0.39	0.55	18.90	13.40
605296.SH	神农集团	29.32	0.87	1.46	33.70	20.08
002311.SZ	海大集团	55.38	3.21	3.57	17.25	15.51
002299.SZ	圣农发展	16.54	1.10	1.21	15.04	13.67
300119.SZ	瑞普生物	18.77	1.01	1.16	18.58	16.18
688526.SH	科前生物	15.26	0.98	1.21	15.57	12.61
000713.SZ	国投丰乐	6.62	0.21	0.29	31.52	22.83
300087.SZ	荃银高科	11.68	0.45	0.58	25.96	20.14
000876.SZ	新希望	9.22	0.16	0.24	57.63	38.42
002385.SZ	大北农	4	0.24	0.25	16.67	16.00
000998.SZ	隆平高科	9.36	0.53	0.76	17.66	12.32
301498.SZ	乖宝宠物	65.15	1.75	2.24	37.23	29.08
300673.SZ	佩蒂股份	17.93	0.58	0.76	30.91	23.59
002891.SZ	中宠股份	51.76	1.45	1.96	35.70	26.41
300138.SZ	晨光生物	12.41	0.76	0.97	16.33	12.79
002215.SZ	诺普信	10.59	0.86	1.26	12.31	8.40

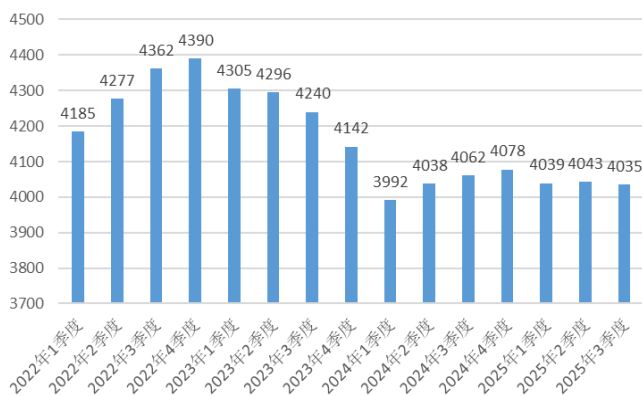
数据来源：Wind，HTI

2. 生猪：政策、周期双驱动，产能逻辑催化

2.1. 能繁相对充足，推断 2026H1 猪价预计延续低迷

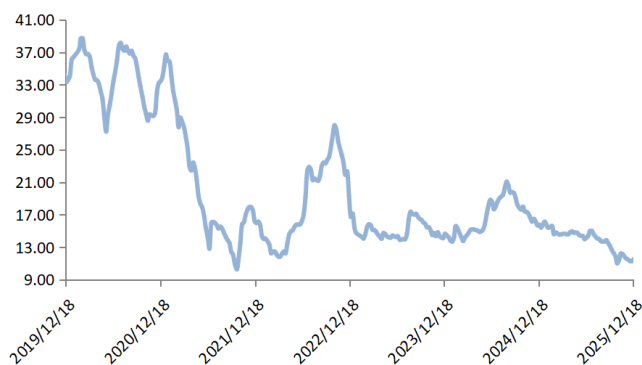
2025H2 猪价逐步走低，预计 2026H1 猪价仍低迷。由于 2024 年能繁母猪存栏量逐步升高，2025 年生猪供应量逐步增加，2025 年生猪价格从年初的 16 元/kg 至四季度跌至 11 元/kg 以下，创下极低猪价，我们认为来自量、重双重压力。往后看，2025 年前三季度能繁母猪存栏量仍然充足且稳定，我们预期 2026 年上半年猪价持续低迷。

图1：统计局公布的季度能繁母猪数量（万头）



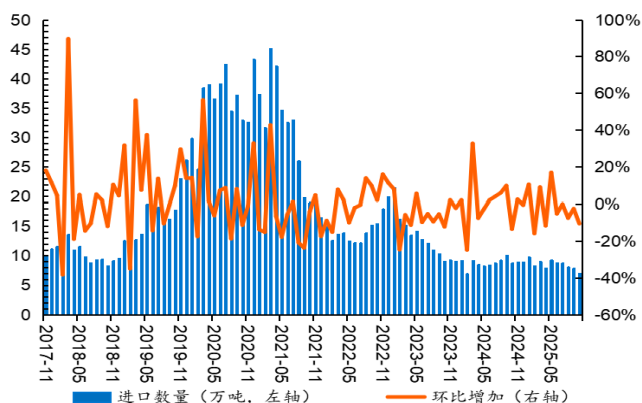
资料来源：国家统计局，HTI

图2：2025 年生猪价格逐步走低（元/Kg）



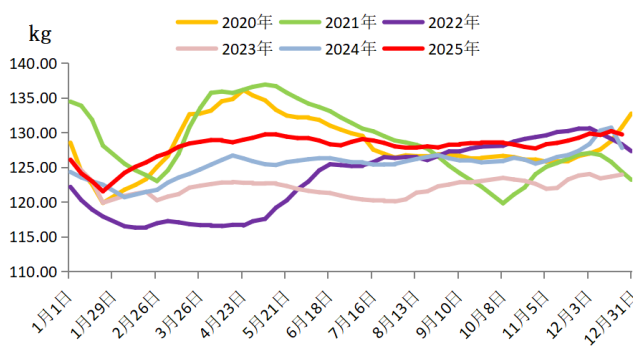
资料来源：涌益咨询，HTI

图3：我国猪肉进口平稳（万吨）



资料来源：wind，HTI

图4：2025 年 12 月开始生猪出栏均重略下降（kg）



资料来源：涌益咨询，HTI

2.2. 产能政策和周期调节，产能去化持续

产能政策和周期调节共同发挥作用，能繁母猪存栏量预期下降。猪价下降带来的产能下降。传统盈亏去产能逻辑在当前猪价下逐步明确，从月度猪价看，我们认为9月行业进入盈亏平衡附近，10月进入行业亏损阶段，我们预计猪价在低于13元/kg时传统去产能逻辑继续延续。

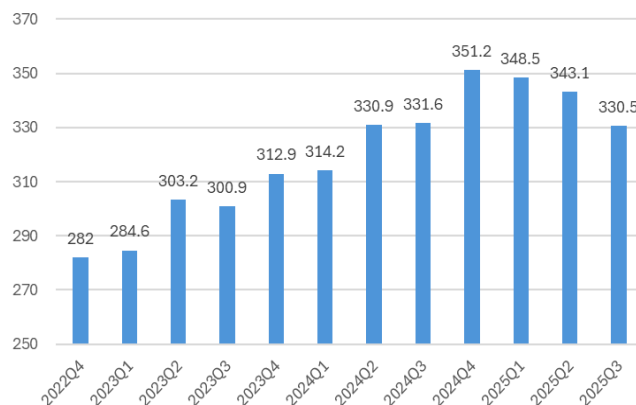
产能调控政策发力。2025年二季度，产能调控政策发力，严控新增产能和调减当前能繁是对新增和存量能繁的针对性措施，从牧原季度末披露的能繁数据也能看到政策作用。我们认为政策最重要的作用是限制大集团场对新增产能的投放，在此基础上，我们预期龙头企业2025年能繁增速放缓，2026年出栏目标预期下调。

图5：农业农村部召开产能调控座谈会

韩俊指出，生猪产业是关系国计民生的重要产业，猪肉是城乡居民重要的“菜篮子”产品。要稳住生猪和猪肉价格，切实做好稳产保供各项工作。当前，生猪产业面临产能阶段性偏高、生产和价格波动风险大等问题，同时，做好重大动物疫病防控、畜禽粪污处理、屠宰检疫监管等任务艰巨，推进产业转型升级还有不少短板制约。要严格落实产能调控举措，合理淘汰能繁母猪，适当调减能繁母猪存栏，减少二次育肥，控制肥猪出栏体重，严控新增产能。要加快建立现代生猪良种繁育体系，加强猪种遗传资源开发利用，推进生猪种业自主创新，支持生猪种业企业做大做强。要毫不松懈抓好生猪疫病防控，加快补齐中小养殖场户防疫短板，严格生猪检疫监管，守牢不发生区域性重大动物疫情的底线。要深入开展养殖业节粮行动，大力推广低蛋白日粮技术，持续推进豆粕减量替代。要推进生猪全产业链转型升级，加快畜牧业设施设备更新改造，推动物联网、大数据、人工智能落地应用，集成推广先进适用养殖技术，推动生猪产业数智化改造。要全面推进生猪安全规范屠宰，严厉查处屠宰检疫环节违法行为，积极推进粪肥资源化利用。要鼓励大企业通过订单养殖、托管代养等方式，与中小场户建立紧密联系的合作机制，带动合作农户共享产业发展红利。

资料来源：农业农村部，HTI

图6：牧原季度末能繁母猪存栏量数据在 2025 年逐步降低（万头）

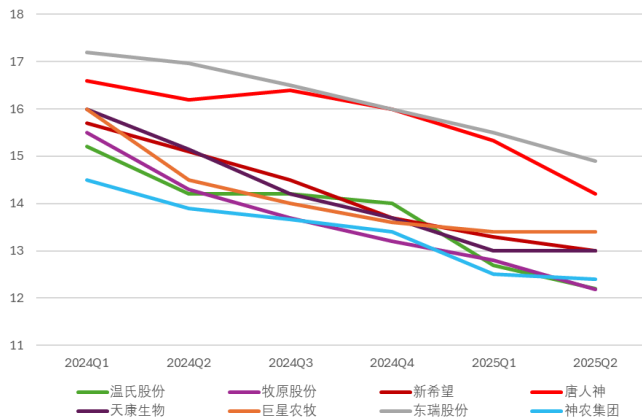


资料来源：公司月度销售公告，HTI

2.3. 生猪养殖企业：聚焦成本，降低负债

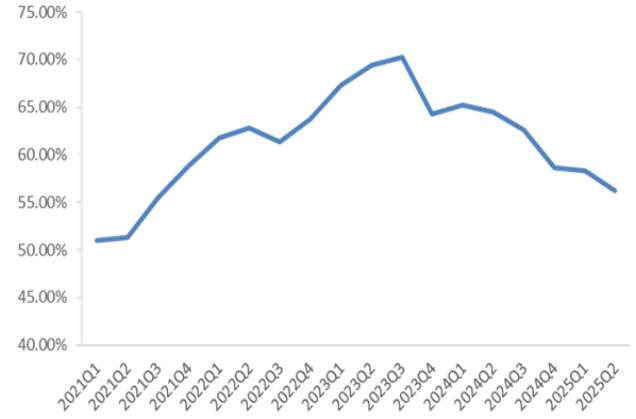
生猪养殖上市公司负债总体降低。从中报来看，平均资产负债率降到 56.27%，环比 25Q1 下降约 2 个百分点，主要原因来自于借款的不断偿还，并且是在现金流充裕、资本开支收缩、利润丰厚的情况下，继续偿还负债。
成本下降。养殖企业的完全成本逐步降低，在 25Q2 第一梯队已经降至 12~13 元/kg，我们认为来自农产品价格下降和养殖效率提高。往后看，我们认为成本还将继续下行，如牧原股份在 2025 年 9 月成本已降至 11.6 元/kg，未来第一梯队成本有望降至 12 元/kg 以下。成本下行和降低负债是目前养殖集团的关注重点，修炼内功仍为重中之重。

图7：生猪养殖企业完全成本逐步降低（元/Kg）



资料来源：各公司投资者交流记录，HTI

图8：养殖企业在 2025 半年报资产负债率继续下降(%)

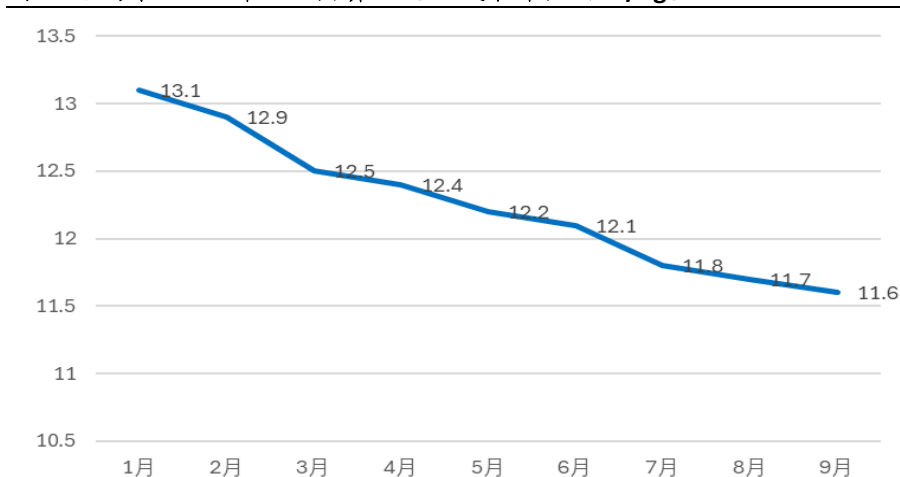


资料来源：wind，HTI

关注成本改善。上市企业成本自 2021 年起持续改善，目前养殖效率已经到较好水平，养殖成本影响着企业在周期底部亏损幅度，也影响业绩的稳定性。同时随着负债率降低，低成本公司未来的潜在分红率提高，关注牧原股份成本变化。

关注成长性。养殖行业的集中度在持续提升，但从政策角度出发，新增产能的投放受影响，因此有并购预期的标的将受益。推荐标的天康生物，关注邦基科技。

图9: 牧原在 2025 年 1~9 月养殖完全成本降低 (元/Kg)



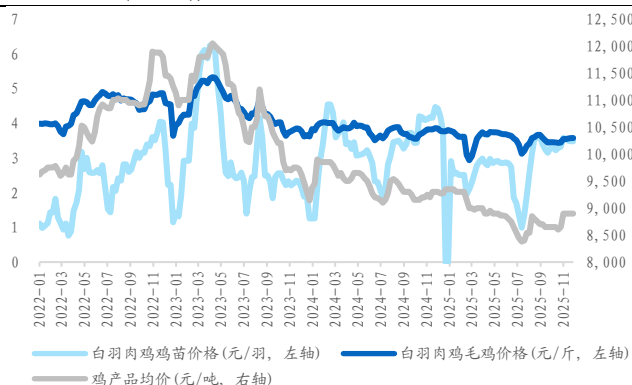
资料来源: 公司三季报交流记录, HTI

3. 禽: 白鸡待修复, 黄鸡存希望

3.1. 白鸡: 绝境中酝酿希望

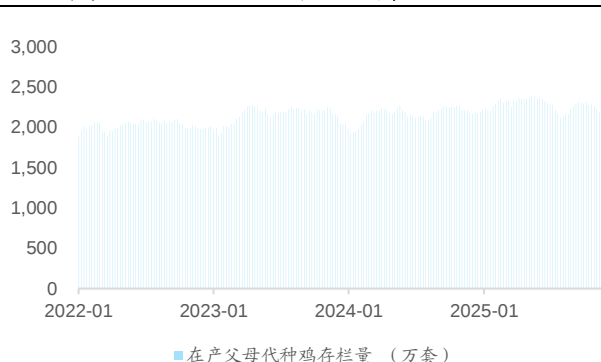
白鸡产业链价格陷入深度低迷, 供需回归平衡尚需时间。2025 年白羽肉鸡产业链价格均降至历史低位, 鸡苗、毛鸡、鸡肉产品价格均十分低迷, 鸡肉产品价格年中一度跌至 8380 元/吨的冰点, 虽然下半年价格有所修复, 但仍在 9000 元/吨以下的底部位置。展望未来, 由于当前白鸡父母代存栏仍然处于高位, 产能的去化仍需时日, 未来毛鸡和鸡肉价格或仍将在一段时间内低迷。但持续的深度亏损或加快行业产能的出清, 白鸡产业链价格有望在 2026 年下半年触底。

图10: 25 年白鸡产业链价格低迷



资料来源: Wind, HTI

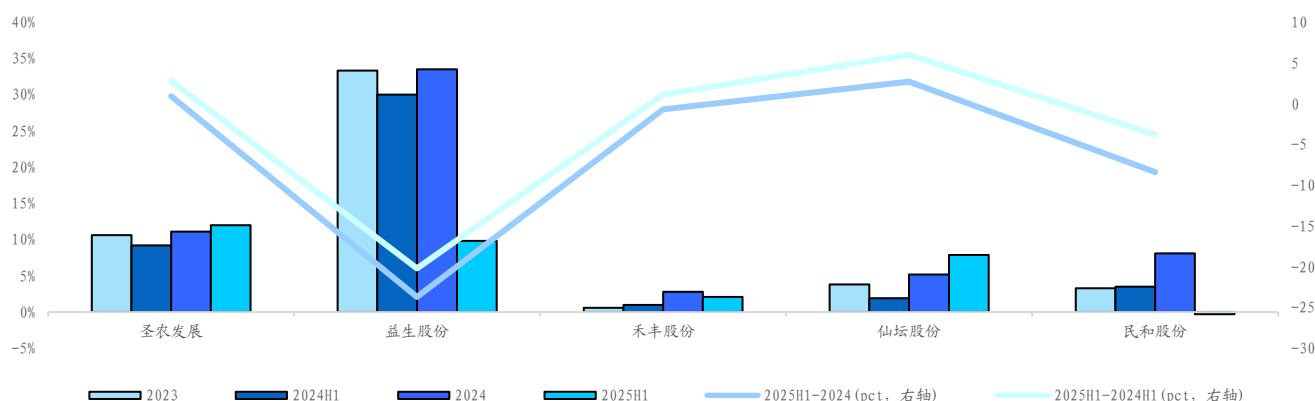
图11: 在产父母代仍然处于相对高位



资料来源: Wind, HTI

龙头企业能力提升, 静待行业价格修复。行业价格低迷也带来主要上市企业的业绩承压, 为应对行业压力, 龙头企业不断精进内功, 降低养殖成本、调整产品结构, 圣农发展在行情低迷中仍然实现了毛利率的改善。未来若行业价格修复, 龙头企业自身的优势将得到更加充分的发挥, 业绩或也将具备更大的向上弹性。

图12: 25 年白鸡企业毛利率变化情况

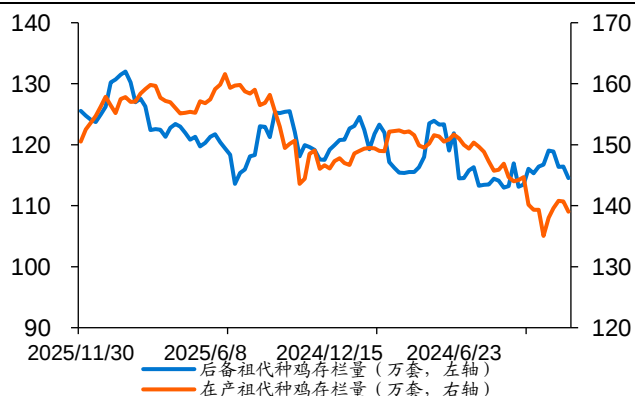


资料来源: Wind, HTI

3.2. 黄鸡: 中华土鸡推广活动或推动黄鸡消费回升

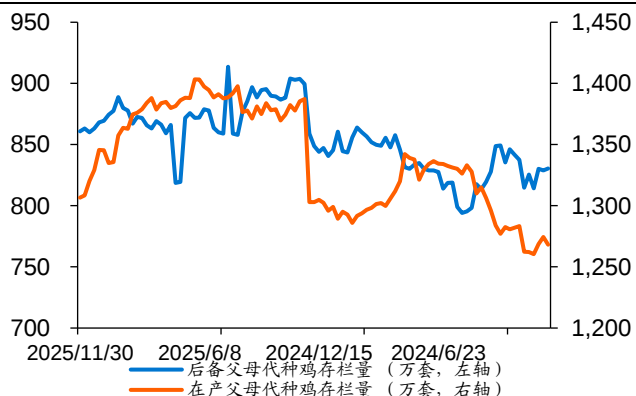
2026 年黄鸡价格或将小幅修复，关注中华土鸡推广活动对黄鸡消费的带动作用。2025 年黄鸡价格先跌后涨，全年均价弱于 2024 年，考虑到上半年价格的深度亏损带来的产能去化，以及龙头企业的扩张行为，我们预计 2026 年黄鸡价格整体仍将维持微弱平衡，全年均价或略好于 2025 年。同时，温氏股份、立华股份、德康农牧、湘佳股份、力源集团等企业携手推动中华土鸡推广，以扩大中华土鸡消费，并举办了中华土鸡长城夜宴等活动，未来有望提振黄鸡消费，提高产品价值。

图13: 量-黄鸡在产祖代存栏低位 (万套)



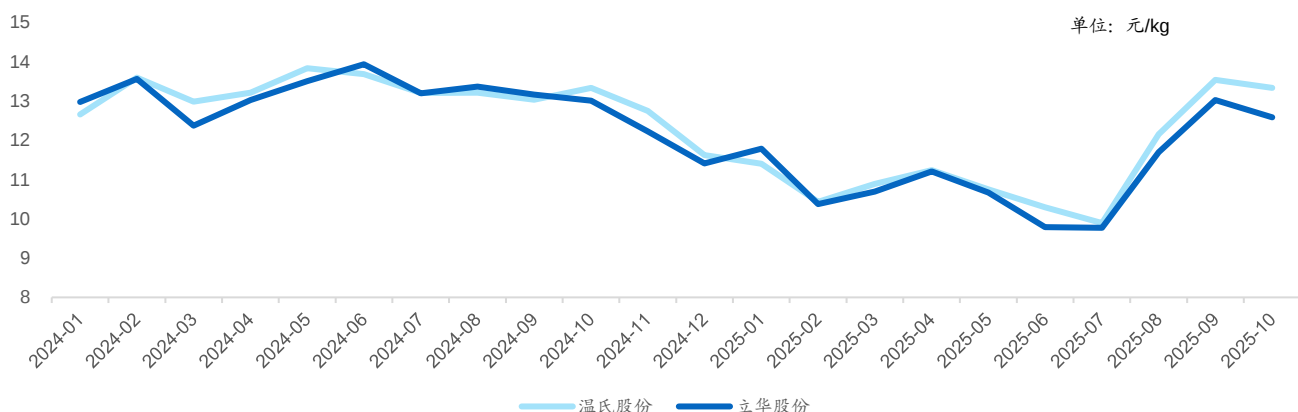
数据来源: Wind, HTI

图14: 量-黄鸡在产父母代存栏低位维持 (万套)



数据来源: Wind, HTI

图15: 25 年黄鸡价格先跌后涨



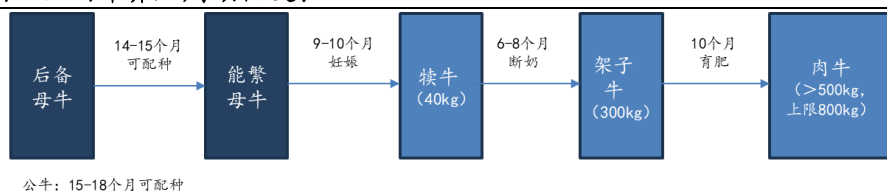
资料来源: Wind, HTI

4. 牛: 供给收缩确立, 价格持续上行可期

4.1. 肉牛养殖周期长, 我国肉牛养殖规模化程度低

我国肉牛行业具有显著的长周期、分散化、成本重特征。供给调整滞后性明显, 是驱动周期的重要基础变量。整体来看, 过去 20 年我国牛存栏经历“高→降→低位徘徊→阶段性恢复→再度回落”的演绎。

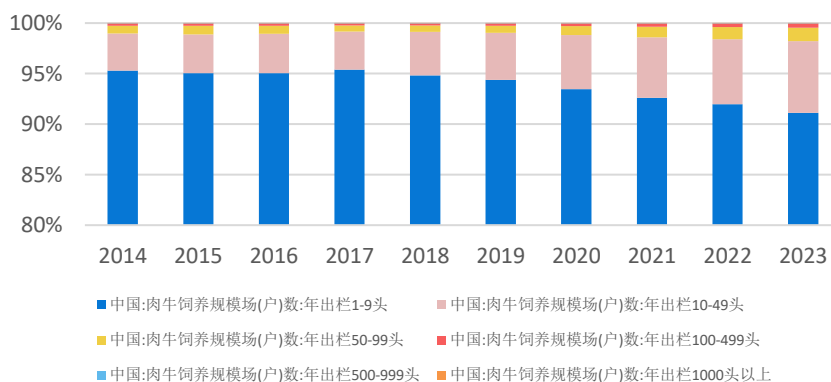
图16: 肉牛养殖周期较长



资料来源: 养牛知识大课堂公众号, HTI 注明: 不同品种时间有差异

国内肉牛养殖处于规模化早期。我国肉牛养殖大部分以个人/家庭生产为主 (1-9 头), 占比 90%以上; 中大型的饲养场 (50 头以上) 占比很小。

图17: 中国肉牛养殖规模分布——散户占比很大

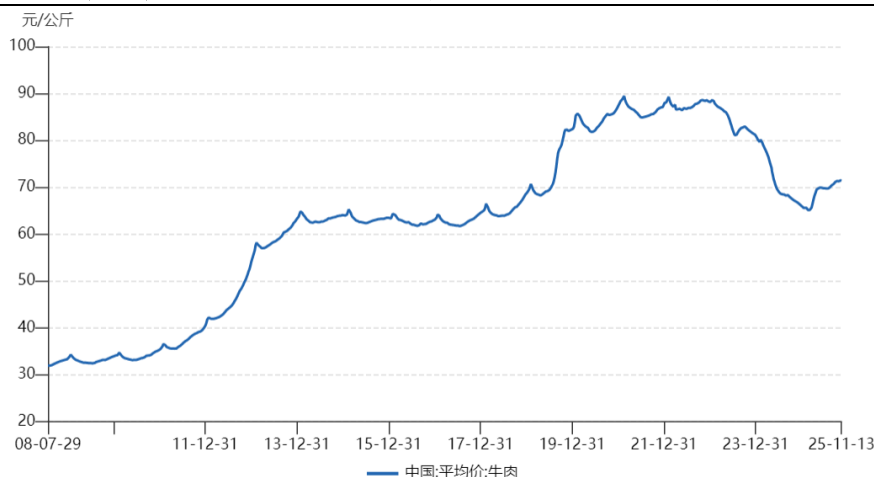


资料来源: wind, HTI

4.2. 供给收缩确立，看好牛肉价格持续上涨

上一轮牛肉价格上涨驱动行业供给过剩，牛肉价格经历多年低谷，推动产能去化。2019-2021 年牛肉价格经历了明显上涨，分析其原因，供给端来看新冠疫情冲击产业链，饲草料运输困难带动供给收缩；需求端，人均牛肉消费增长，叠加 2018 年非洲猪瘟疫情导致猪肉供给短缺，猪肉价格大涨带动牛肉阶段性消费增加。

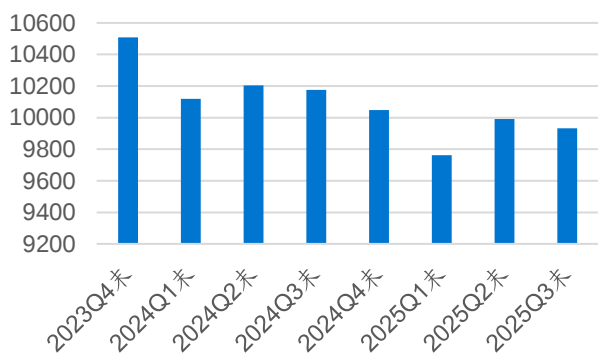
图18：中国牛肉价格变化——2019 年开始明显上涨，2022 年开始持续下跌



资料来源：wind

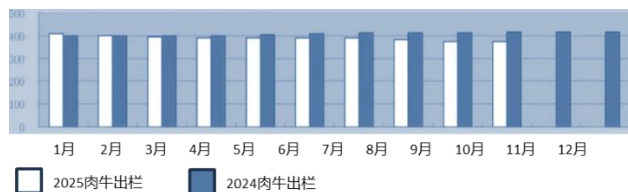
2025 年下半年开始肉牛供给环比出现下降。2025 年前三季度，全国肉牛出栏 3564 万头，同比增加 71 万头，增幅为 2.0%。2025 年三季度末，全国牛存栏 9932 万头（连续 23 个季度降至 1 亿头以下），同比下降 2.4%，环比下降 0.6%。截至 2025 年 10 月，我国肉牛月度出栏（包含淘汰）量环比连续 4 个月下降，同比继续较大幅度下降。我们预估牛肉价格上涨趋势有望持续至 2027 年。

图19：我国肉牛存栏情况（万头）



资料来源：大畜牧公众号，HTI

图20：我国肉牛月度出栏量-月度（万头）



资料来源：金达威饲料公众号，HTI

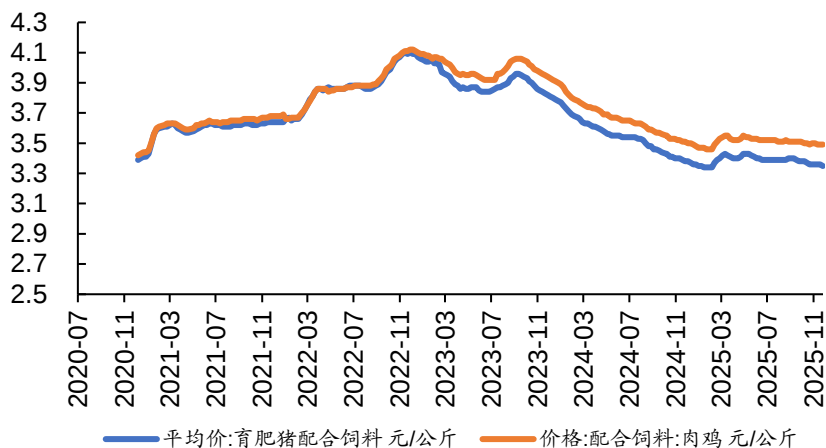
5. 饲料&动保：跟随养殖行情，关注公司竞争力改善

5.1. 饲料：产量复苏，景气向好

饲料板块具有明显后周期性。饲料行业板块营收及利润与猪价呈现高度相关性。作为养殖产业链的必选消费品种，饲料主要体现在存栏量对于饲料盈利能力的影响，且影响时间滞后一年，主要原因是能繁母猪传导至商品代需要 10 个月时间。

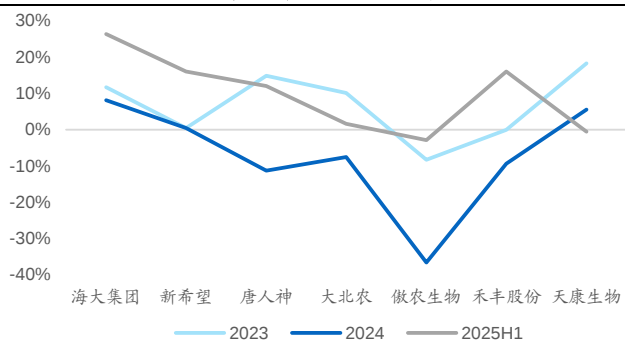
2025 年饲料企业销量高增，预期 2026 年持续增长。2025 年生猪养殖行业存栏量高，肉禽行业存栏量依然维持高位，水产养殖价格景气度高，因此从 2025 年各企业饲料业务来看，量增幅度较大，行业持续复苏。往后看 2026 年，2026 年养殖存栏量仍然较高，行业景气度持续向上。从 2026 年上下半年来看，上半年养殖可能面临周期供给高点，上半年企业饲料销量增速预期高于下半年。

图21: 2025 我国饲料价格走势（元/公斤）



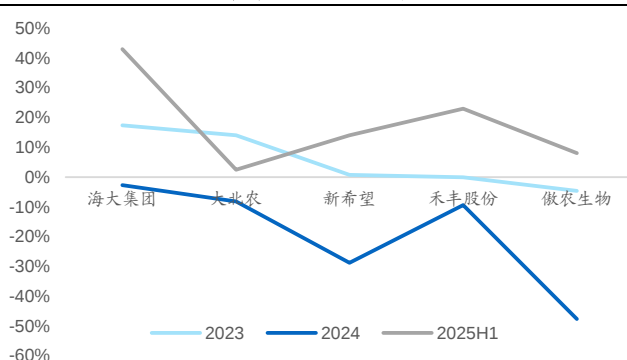
资料来源: wind, HTI

图22: 主要企业饲料总外销量增速情况



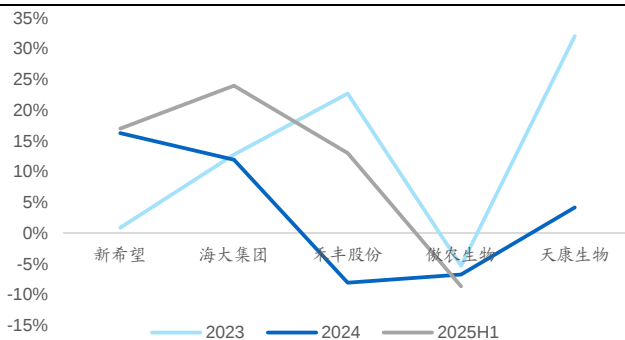
数据来源: Wind, HTI

图23: 主要企业猪料外销量增速情况



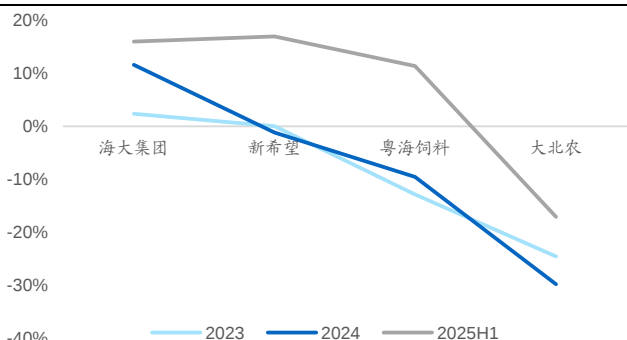
数据来源: Wind, HTI

图24: 主要企业禽料外销量增速情况



数据来源: Wind, HTI

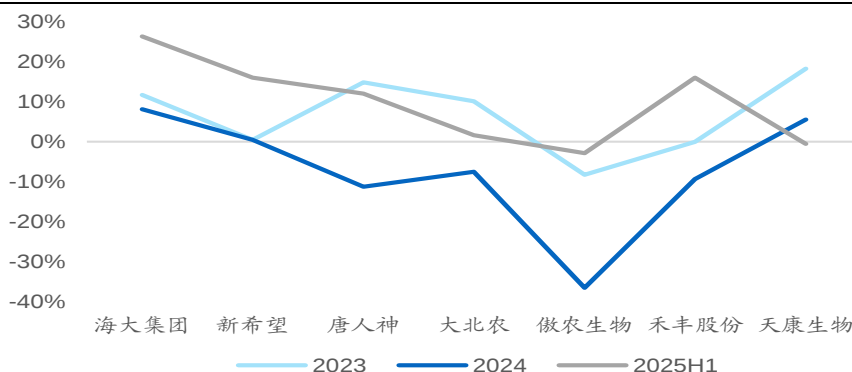
图25: 主要企业水产料外销量增速情况



数据来源: Wind, HTI

市场份额进一步向龙头企业集中，关注龙头企业饲料业务出海。近年来，不论是在畜禽料还是水产料上，龙头企业的竞争优势持续凸显，部分缺乏竞争力的中小企业逐渐退出市场，市场份额持续向龙头集中，行业格局也在这一过程中得到优化。2026 年水产饲料行业整体有望维持景气，龙头企业市占率有望进一步提升。海大集团拟分拆海大国际至港股上市，海外业务发展有望加速。

图26: 主要饲料企业饲料总外销增速

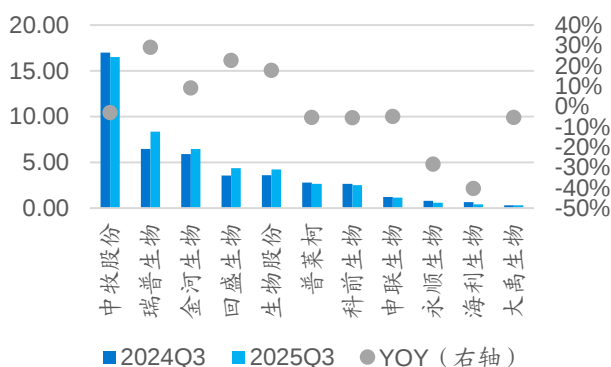


资料来源: wind, HTI

5.2. 动保: 后周期短期景气度承压, 关注大单品突破

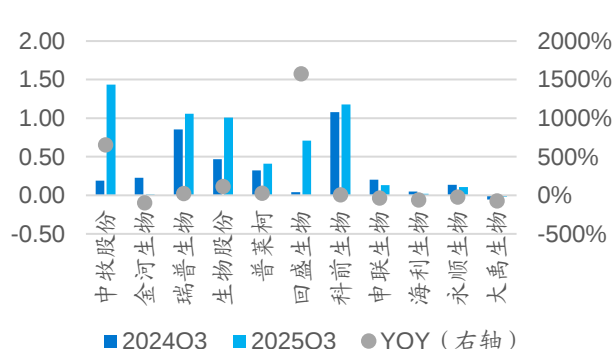
2025 年上半年景气度较高, 2025 年下半年养殖利润下降或影响动保需求。2025 年上半年生猪养殖利润较好, 拉动动保板块景气。进入 2025 年三季度, 动保上市公司大多延续了同比增长的积极态势, 但是增速环比下降。根据申万动物保健标准划分, 动物保健 11 家上市公司, 2025Q3 营业收入 47.51 亿, 同比增长 6%, 归母净利 6.05 亿, 同比增长 72%, 但是从利润来看, 部分上市公司 Q3 已经出现归母净利润下滑。我们预计, 2026H1 猪价或延续低迷, 养殖端延续低利润对动保的需求造成压力, 2026H1 动保景气度或承压。

图27: 动保上市公司 Q3 营业总收入 (亿元)



资料来源: wind, HTI

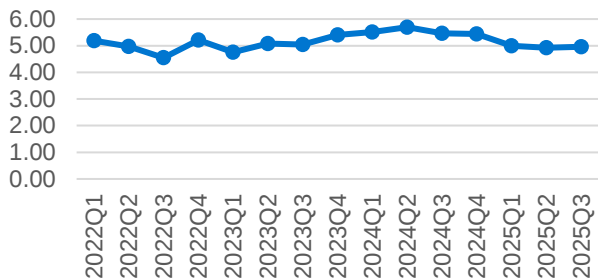
图28: 动保上市公司 Q3 归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, HTI

头部公司对研发持续投入, 大单品突破值得关注。动保上市公司研发费用保持在较高水平, 行业研发费用率均保持在 5% 以上。多个公司也有研发成果, 在猪、鸡、反刍动物和宠物方面均有突破。

图29：动物保健板块研发费用/营业总收入（%）



资料来源：wind，HTI

图30：动保上市公司部分产品进展

公司	时间	产品
瑞普生物	2025.09	获批国内首个以当前流行的鸡传染性支气管炎病毒QX型为基础的多联灭活疫苗
中牧股份	2025.10	获批猪塞内卡病毒病灭活疫苗
科前生物	2025.09	获批猪塞内卡病毒病灭活疫苗
普莱柯	2025.09	获批猫泛白细胞减少症、杯状病毒病、鼻气管炎三联灭活疫苗
生物股份	2025.07	收到了农业农村部颁发的非洲猪瘟亚单位疫苗临床试验批件

资料来源：各上市公司产品获批公告，HTI

6. 种植：粮价有望景气上行，自主可控推动品种创新

6.1. 粮食安全重要性高，粮价有望景气上行

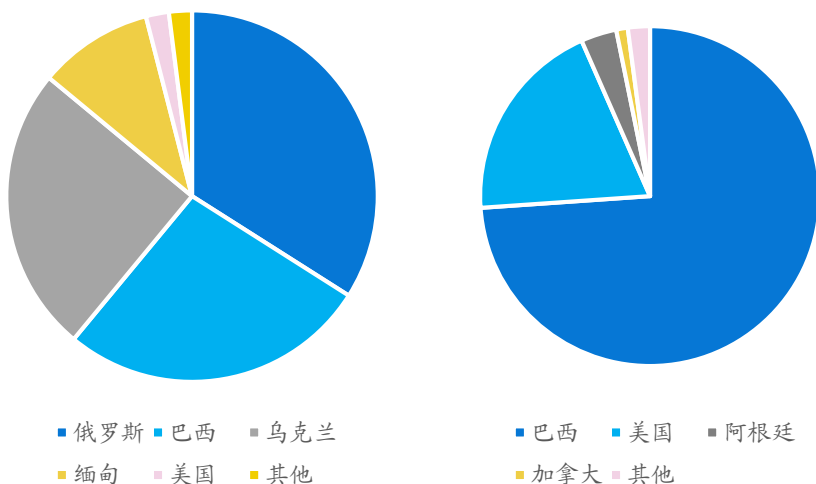
粮食进口有望保持低位，对美依赖度降低。粮食安全是“国之大者”，政策要求确保谷物基本自给、口粮绝对安全，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。从进口补充来看，2025 年我国缩减玉米、大豆等粮食进口量，2026 年该趋势有望持续。2024/2025 年度，我国玉米进口量预估为 300 万吨，相比 2023/2024 的 2341 万吨进口量下降 87%；根据农业农村部市场预警专家委员会预测，预估 2025/2026 年我国玉米进口量仍处于近些年较低水平。大豆虽然进口依赖度仍然较高，但是进口量预计也进入下降趋势。从结构来看，2025 年 1 月至 9 月中国进口巴西大豆 6370 万吨，占总进口量的 73.9%；进口美国大豆仅为 1680 万吨，占总进口量的 19.5%（2024 年该数据为 21%），我国粮食对美依赖度进一步降低。

图31：我国玉米、大豆供需平衡表（万吨）

玉米	2023/24	2024/25E	2025/26E
产量	28884	29492	29616
进口	2341	300	600
消费	29500	29854	29969
大豆	2023/24	2024/25E	2025/26E
产量	2084	2065	2109
进口	10475	10436	9580
消费	11694	11856	11415

资料来源：农业农村部市场预警专家委员会，HTI；注明：市场年度为当年 10 月至下年 9 月

图32：2025 前三季度我国玉米（左图）、大豆（右图）进口来源国分布——美国占比下降至 2%、19.5%



资料来源：海关数据，HTI

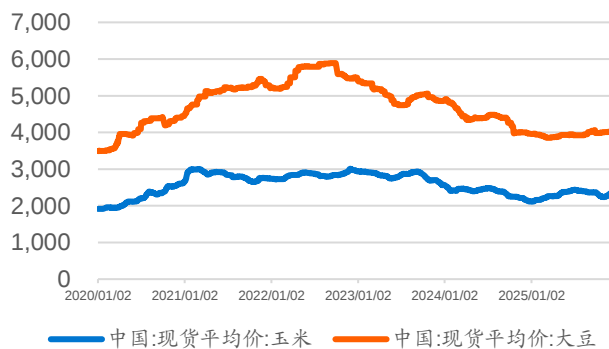
东北丰产，黄淮海面临气候变化挑战，看好玉米、大豆等粮价抬升。从本土供给端来看，2025 年华北黄淮地区因收货时遭遇异常降水天气，导致部分籽粒水分超标、出现霉变发芽问题，优质干粮供应锐减，多地农户普遍反映玉米减产 20%-30%，湿粮、霉粮收购价不足每公斤 1 元。东北成供应核心，但是基层农户受涨价预期驱动，惜售情绪加强。需求端，短期贸易商看好后期行情，积极入市建库。玉米深加工行业呈现强劲消费韧性，饲用需求平稳。看好玉米粮价稳中有升，利好坚持“优质优价”的种子公司产品销售。从供需结构看，2026 年我国玉米、大豆等粮价有望抬升，种植环节利润有望增厚。

图33：黄淮海高温高湿环境加剧了玉米病虫害的滋生



资料来源：农资宝典农业微信公众号

图34：2020 年-2025 年中国玉米和大豆现货价格（元/吨）



资料来源：Wind，HTI

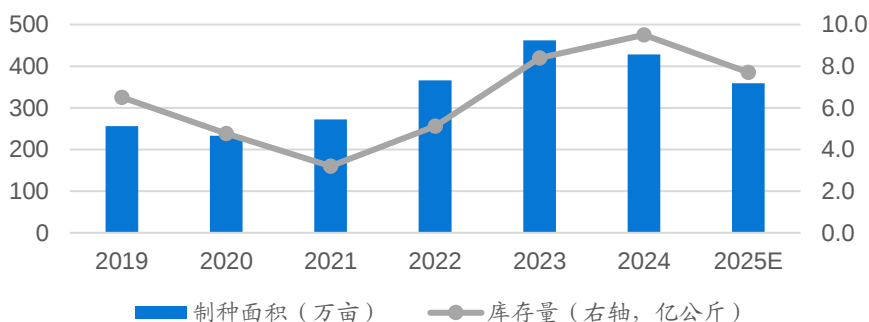
6.2. 玉米种子供给侧改革，技术创新品种更迭

玉米种子审定门槛抬高，审定趋严。2021 年 9 月，新的玉米品种审定标准发放，申请审定品种 DNA 指纹与已知品种的差异位点由 ≥ 2 个提高至 ≥ 4 个，对鼓励种质原始创新、减少品种同质化有积极的指导作用。

杂交玉米种子制种面积下降，有望扭转行业库存过剩局面。2023 全国制种玉米面积和产量创十年新高，总面积达 462 万亩地，供需比达 167%，产销量约 17.5 亿公斤，总供应量约 20.4 亿公斤，总需求量约 12 亿公斤，杂交玉米种子销售市场呈供大于求的局面。2025 年全国杂交玉米制种面积预估下降至 359 万亩，继 2024 年之后继续下调。2026 年，我国玉米种子行业竞

争有望更为有序，优质优价种子销量有望提升。

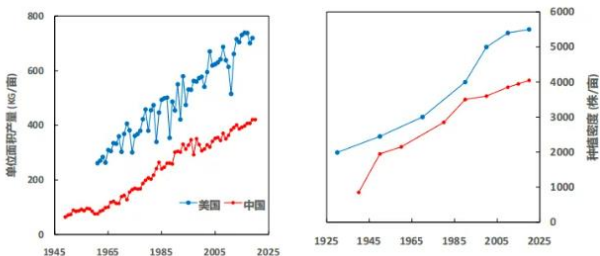
图35：2025 年我国玉米种子制种面积继续下降，行业库存从高点下降



资料来源：南北学苑微信公众号，HTI

技术创新，品种更迭，竞争格局有望发生变化。种植密度提升助力产量提升，2025 年部分密植品种表现突出。1982 年以来，我国玉米推广面积排名第一的品种经历了中单 2、丹玉 13、掖单 13、农大 108、郑单 958、裕丰 303 等品种。从种植密度来看，从早期的 3000 株/亩左右，提升至当前高至 5000 株以上。玉米株型逐渐从平展型演变成紧凑型，品种的耐密性明显提高。和美国的种植密度相比，我国密植提升潜力仍然很大。我国高产玉米新品种更新迭代过程中，种植密度总体提升。豫玉公司的 MY73、康农种业的康农玉 8009 种植密度提升明显，在 2025 年推广面积扩大，有望在 2026 年继续在市场上有强势表现。

图36：美国玉米种植单产和密度超过中国



资料来源：南北学苑微信公众号

图37：我国历史上推广面积排名第一的玉米品种种植密度总体保持提升

年份	品种	株数 (株/亩)
1982	中单2号	2600-3200
1987	丹玉13	2700-3300
1995	掖单13	4500-5500
2000	农大108	3000-3500
2004	郑单958	4000-4500
2022	裕丰303	3800-5500
2023	MY73	4500-5500

资料来源：豫玉、联创等公司官网，农资招商网，HTI

2025 年转基因玉米推广面积进一步扩大，看好 2026 面积继续提升。我国转基因玉米产业化正在推进，2025 年推广面积约为 3000 万亩，自 2024 年的 1000 万亩左右进一步提升。2024-2025 年，部分转基因品种出现了成熟度、代数不够的情况，但是转基因品种在抗虫害、耐除草剂方面的竞争力不断增强，种植面积有望持续扩大。头部种企优势明显。种子企业凭借领先的布局、较强的研发实力和资金优势，推出具有竞争力的转基因玉米品种。中小企业由于研发投入不足，技术储备薄弱，在转基因种子市场的竞争中处于劣势地位。2025 年隆平高科的转基因玉米品种示范推广面积占全国的 1/3，转基因推动种子行业集中度提升的趋势明显。

图38：截至 2025 年 9 月我国获得转基因安全证书的单位情况

单位	产品	数量
北京大北农生物技术有限公司	抗虫耐除草剂玉米: DBN9936	4
	耐除草剂玉米: DBN9936	
	抗虫耐除草剂玉米: DBN9936	
	抗虫耐除草剂玉米: DBN9936	
浙江新中北生物科技股份有限公司	耐除草剂玉米: DBN9936	4
	耐除草剂玉米: DBN9936	
	耐除草剂玉米: DBN9936	
	耐除草剂玉米: DBN9936	
杭州海丰生物技术有限公司	抗虫玉米: 瑞丰 125	5
	抗虫玉米: 瑞丰 125	
	抗虫玉米: 瑞丰 125	
	抗虫玉米: 瑞丰 125	
中国种子集团有限公司	抗虫玉米: 瑞丰 125	2
	抗虫玉米: 瑞丰 125	

资料来源：农财网种业宝典公众号

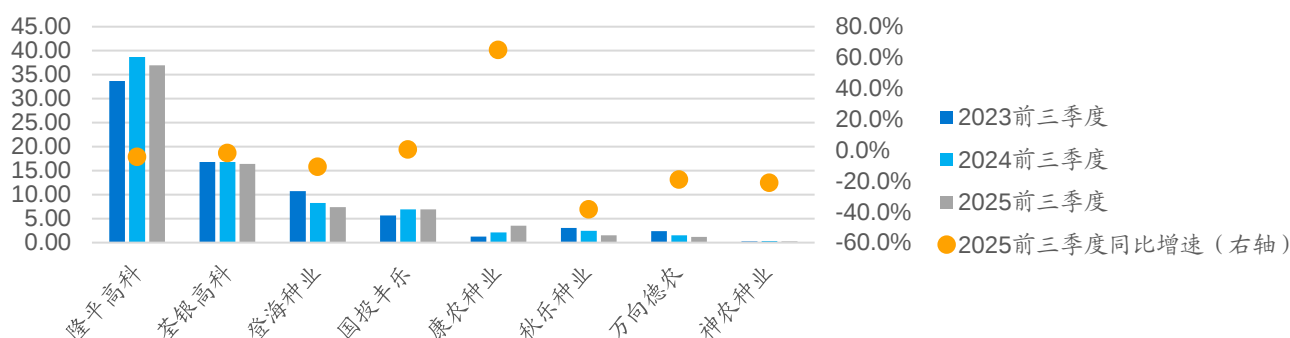
图39：截至 2025 年 9 月我国获得转基因玉米品种审定证书排名前五

序号	申请单位	部分品种名	品种数量
1	北京联创种业有限公司	裕丰303D★、中科玉505D★、嘉禧100D 中科玉505R、裕丰303R、裕丰303H、联创 808R、 中科玉505R、珍棒511BF、裕丰303R (CT1669× CT3354 (瑞丰125))	10
2	中国种子集团有限公司	远科105WG、远科105D 和育187D、先达901ZL、和育 185WG、和育387ZL、 长城338ZL、长城382ZL、瑞玉2号D、远科105D (H7-5(DBN9936)×Y2A)	10
3	吉林省鸿翔农业集团鸿翔种业有限公司	翔玉998HZ、优迪919HZ、翔玉319R、翔玉558R、 优迪519R、优旗698R、新单58GX、豫单888LP	8
4	北京丰度高科种业有限公司	郑单958D★、农华803D、农华106D、JK9681D、 中单808DT、FD787D、荣玉88D	7
5	山东登海种业股份有限公司	登海605D★、登海533D 登海 533K、登海 685D、登海 710D、登海1959D	6

资料来源：农财网种业宝典公众号

库存较高大多数企业承压，但是优势品种需求旺盛，关注逆势上涨的康农种业。种子企业一般在每年 9 月之前预收新销售季的部分种子款项。因此，可以通过种子子公司报表中合同负债的情况推测下游对于该公司品种的需求旺盛程度。根据种子子公司的 2025 第三季度报告，康农种业展现出下一销售季强劲的增长潜力，其合同负债大幅上涨 65%，在种子子公司中表现突出。其核心品种康农玉 8009 具备耐密、抗逆、广适的特性，被评为 2025 年国家农作物优良品种，在推广面积上迅速提升。

图40：主要种子子公司合同负债情况对比（亿元）——康农种业凭借强品种竞争力实现逆势上涨



资料来源：wind, HTI

图41：康农种业品种康农玉 8009 抗穗腐病能力较强



资料来源：康农种业黄淮海公众号

图42：康农玉 8009 大田表现较好

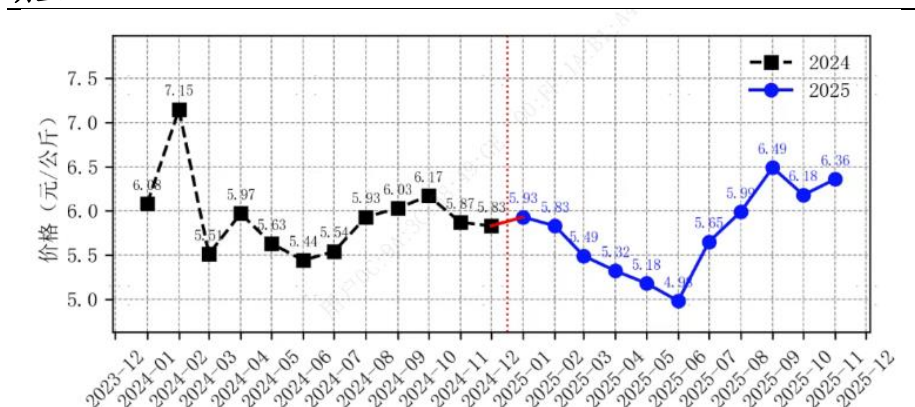


资料来源：农资宝典农业公众号

6.3. 特色种植：把握工厂化菌菇产能拐点、特色菌菇崛起

金针菇行业去产能近尾声，价格上涨可期。金针菇产能过快扩张带来价格低谷，2024 年全国批发市场鲜金针菇均价跌至 5.93 元/公斤，同比跌幅达 9.88%。行业内各企业纷纷采取减产措施以降低经营风险。2025 年 9、10、11 月份全国金针菇平均价格均高于 2024 年下半年最高价。行业景气体现在相关上市公司业绩层面，多个食用菌上市公司三季报业绩同比改善。

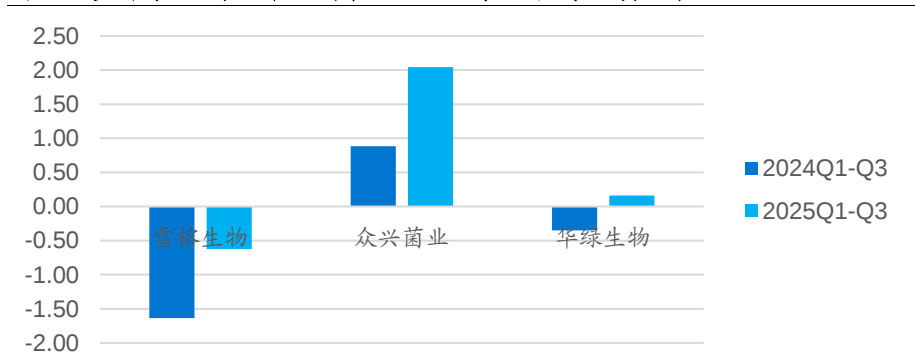
图43：全国金针菇平均价格走势（元/公斤）——2025 年下半年价格涨幅明显



资料来源：食用菌商务网

人工培育冬虫夏草或打开菌菇行业空间，关注众兴菌业。众兴菌业自 2024 年起主要实施冬虫夏草工厂化仿生培育项目。在 2025 年上半年在多地（四川、甘肃、陕西等）开展冬虫夏草工厂化仿生培育业务的产能建设。公司有望通过丰富品类，获得新的业绩增长空间。

图44：多个食用菌上市公司在 2025 三季报取得业绩改善（亿元）



资料来源：wind，HTI

6.4. 特色种植：国产高端蓝莓产量增长，品牌化开启

云南基质蓝莓种植上量，进口替代可期。我国本土栽蓝莓的上市时间大多集中在夏季，每年冬季我国蓝莓鲜果生产不足，此前主要由进口蓝莓来满足。云南的光热条件叠加基质设施对于生长环境的把控，云南基质设施的蓝莓可提早到每年 Q4 上市，实现冬季本土蓝莓的供应。

图45：我国云南上市时间——云南基质蓝莓可以实现冬季上市

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
云南和四川干热河谷地带												
北方温室												
西南其他地区												
长江流域产区												
胶东半岛露地												
辽东半岛露地												
长白山地区												

资料来源：《2024 年中国蓝莓产业发展报告》，HTI

基质蓝莓种植壁垒高，关注诺普信。诺普信深入布局蓝莓业务，种植环节具备高壁垒，包括土地（合适土地，并投入每亩 7 万以上的种植园建设成本）、专利苗、促早技术（公司通过水、光、温、肥等手段，投入自动化灌溉施肥检测等设备，调整作物的生物周期，提升冬春季蓝莓上市比例）。2025 年下半年开始，诺普信加大蓝莓自主品牌爱莓庄的 KA 布局和营销，有望拉动公司蓝莓业务利润增长。

图46：诺普信供应链支撑蓝莓快速采摘包装销售，确保新鲜度



带梗采摘

低温加工

冷链运输

自带果霜

资料来源：爱莓庄鲜蓝莓微信公众号，HTI

图47：诺普信蓝莓种植基地（左）和品牌宣传（右）



资料来源：农民日报，爱莓庄鲜蓝莓公众号，HTI

6.5. 植物提取：天然健康赛道，龙头崛起正当时

天然健康需求推动植物提取行业发展。2025 年 4 月美国 FDA 宣布出于健康安全考虑，美国计划将在 2026 年年底前逐步停止使用石油基合成的食品色素，利好天然植物提取色素。随着消费者对健康意识的不断提升及科学养生理念的深入人心，保健食品市场中，含有植物提取物成分的产品正逐渐成为主流选择，其市场份额持续扩大，呈现出积极的增长态势。

原材料优势+提取技术优势造就龙头机会，关注晨光生物。2025 前三季度晨光生物的多个植提产品（辣椒红、辣椒精、甜菊糖苷、花椒提取物、水飞蓟素）销量创新高，公司成长性显著。看好晨光生物在植提行业朝阳赛道中，凭借提取技术领先，原材料持续拓展布局的优势，业绩增长的潜力。

图48: 晨光生物对多种植物进行有效成分提取



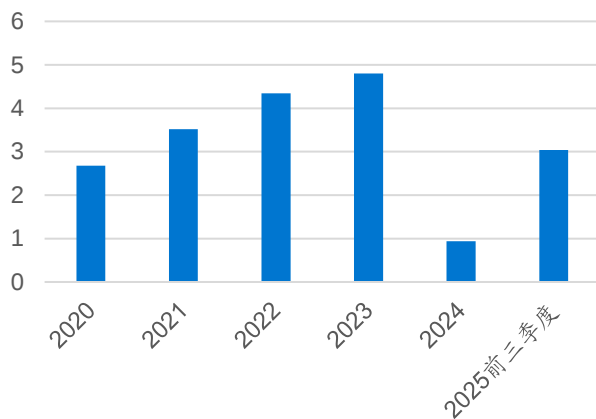
资料来源: 晨光生物官网, HTI

图49: 美国禁用的主要石油基合成色素及其应用范围

美国 FD&C 编号	中国《GB 2760 食品添加剂使用标准》中对应名称	主要应用产品
Yellow No. 5	柠檬黄及其铝色淀	风味发酵乳、调制炼乳、冷冻饮品、果酱、蜜饯、糖果、蛋黄酱、复合调味料、饮料类、配制酒等
Yellow No. 6	日落黄及其铝色淀	调制乳、风味发酵乳、调制炼乳、冷冻饮品、果酱、蜜饯、糖果、蛋黄酱、复合调味料、饮料类、配制酒等
Blue No. 1	亮蓝及其铝色淀	风味发酵乳、冷冻饮品、果酱、糖果、果冻、糕点上彩装、巧克力及巧克力制品、即食谷物、饮料类、配制酒等
Blue No. 2	靛蓝及其铝色淀	蜜饯类、凉果类、糖果、果冻、糕点上彩装、巧克力及巧克力制品、果蔬汁类饮料、碳酸饮料、果味饮料、配制酒等
Red No. 3	赤藓红及其铝色淀	蜜饯类、凉果类、糖果、果冻、糕点上彩装、巧克力及巧克力制品、果蔬汁类饮料、碳酸饮料、果味饮料、配制酒等
Red No. 40	诱惑红及其铝色淀	冷冻饮品、苹果干、糖果、即食谷物、复合调味料、冰淇淋、肉灌肠、西式火腿、果冻、巧克力及巧克力制品、饮料类等

资料来源: 食品工业科技公众号

图50: 晨光生物归母净利润(亿元)——2025 年明显修复



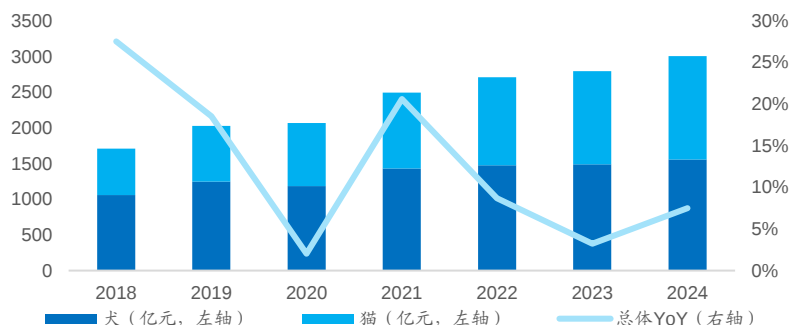
资料来源: wind, HTI

7. 宠物: 蓬勃发展, 国产崛起

7.1. 宠物行业增长驱动力明确, 2025 行业增速突出

宠物数量和单只支出增长支撑行业较快发展。我国宠物食品及主粮市场稳健增长。2024 年城镇宠物(犬猫)消费市场规模突破 3000 亿元大关, 达到 3002 亿元。宠物食品市场占据主导地位, 市场份额为 52.8%。

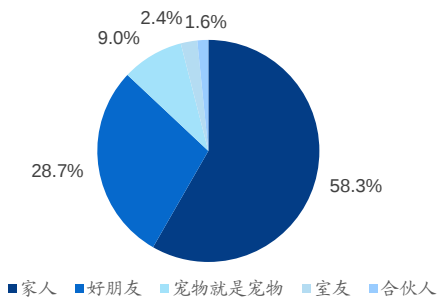
图51: 我国犬猫市场规模持续增长



资料来源: 宠物行业白皮书公众号《2025 年中国宠物行业白皮书(消费报告)》, HTI

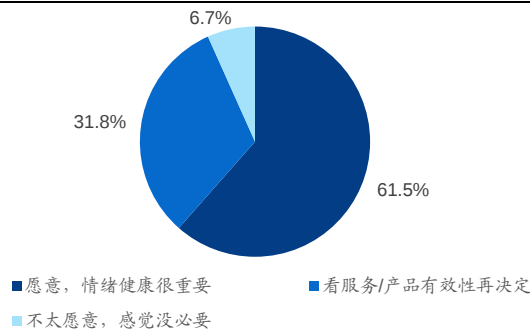
人宠关系持续升级, 为宠物情绪付费意愿提升。据京东宠物《2025 宠物行业消费趋势报告》, 约 87% 的宠主将宠物视为自己的家人/好朋友。定位的升级使宠主对宠物的关注度持续提升, 61.5% 的宠主愿意为宠物的“情绪健康”付费, 宠物从“情绪价值的提供方”开始走向“情绪互动的共鸣体”。

图52: 超 85%的宠主将宠物视为亲密关系中一员



资料来源: 宠业家援引京东宠物《2025 宠物行业消费趋势报告》, HTI

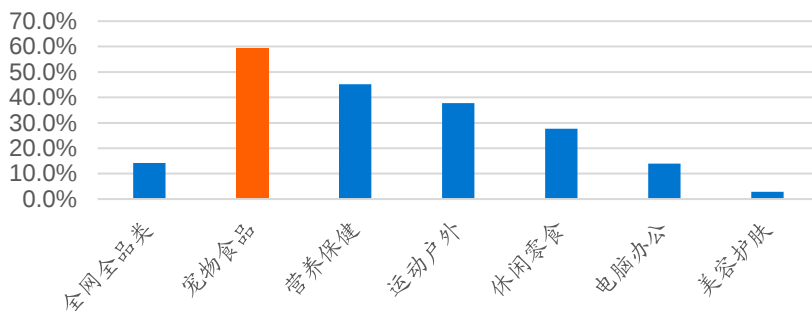
图53: 超 60%的宠主愿意为宠物的“情绪健康”付费



资料来源: 宠业家援引京东宠物《2025 宠物行业消费趋势报告》, HTI

2025 年宠物板块在消费赛道中表现突出, 国产品牌表现亮眼。对比其他消费板块, 宠物板块的增长依然有较强的增量支撑。对比 2025 年双 11 综合电商平台增速, 宠物食品板块增速高于全平台增速, 也超过营养保健、运动户外、美容护肤等热门消费板块。国产品牌凭借更为贴合宠物主需求的创新、更为积极的营销获得排名提升。2025 年双 11, 天猫宠物板块的前 4 名均为国产品牌, 外资品牌排名整体靠后。

图54: 2025 双 11vs2024 双 11 综合电商品类销售额增速



资料来源: 星图数据, HTI

7.2. 产品分类更精细, 卷流量影响品牌短期利润率

从新品趋势来看, 2025 年宠物食品的创新越来越重视“精准细分”和“功效性”。例如, 弗列加特推出全新干爽 0 压乳鲜肉天然粮, 突出鲜肉精准营养; 顽皮首发精准营养系列, 推出美毛配方、护肠配方等; 蓝氏发布“奶盾粮”新品, 主打“肉奶协同”, 结合猫源性专利乳酸菌技术。多个品牌在营销方面持续出圈, 例如领先联名武林外传吸引众多观众。总体来看, 宠物品牌创新从取悦宠物主越来越向关注宠物健康方向瞄准, 国产品牌创新力整体更强。

图55: 弗列加特及麦富迪宠展新品



资料来源: 弗列加特公众号

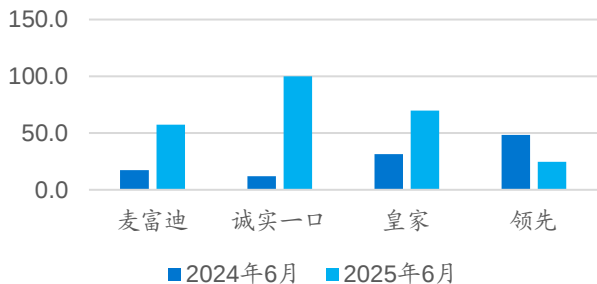
图56: 顽皮在亚宠展上推出精准喂养系列



资料来源: 宠业家公众号

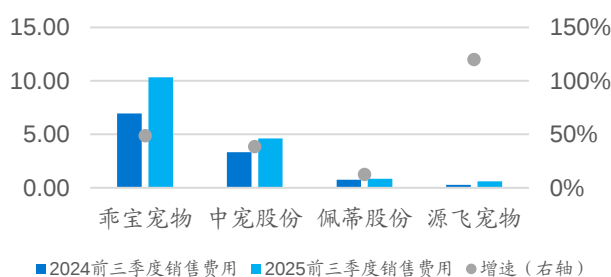
2025 年，宠物品牌在营销费用投放方面加大力度，有一些非上市公司品牌需要依靠较好的大促排名获得融资；有一些品牌希望借此抬升估值溢价被收并购。在 C 端，流量变贵、利润变低是很多品牌面临的问题。使得企业更没钱做品牌，品牌力持续降低，分销渠道被进一步挤压，对电商平台依赖性更高。多个头部品牌在小红书上的投放费用增加明显。上市公司来看，乖宝宠物前三季度销售费用超 10 亿，同比增速达 49%，对公司短期业绩造成了影响。

图57：品牌在小红书的商业笔记投放费用预估（万元）



资料来源：宠物营销界，HTI

图58：上市公司销售费用变化（亿元）



资料来源：wind，HTI

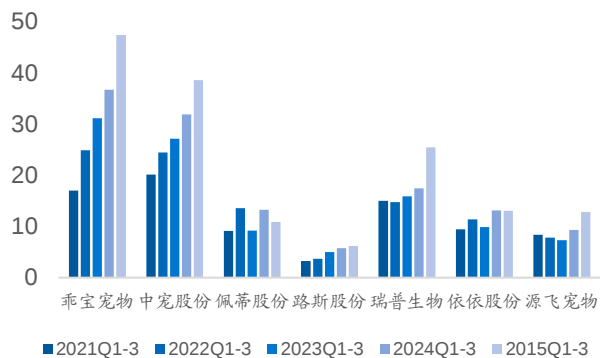
7.3. 产销研三环节俱全的公司稀缺，关注品牌增速和价格提升情况

看好宠物赛道保持较快增速。参考宠业家的预估，新增宠物主持续扩张，推动宠物市场规模的持续扩大：以每年近 400 万新增养宠户的规模，每个新增养宠户年均 3000~4000 元的首年消费计，每年进入市场的新用户就将贡献至少 120~160 亿的市场增量。

“卷费用”无法持续，生产、营销、研发都具备的公司具备长期竞争力。2025 年宠物赛道发生的卷价格和卷流量的循环并不能持续，循环链条一旦断裂就会导致企业毛利低到不足以支撑向平台付流量，除非有外部资本输血，否则没有企业能正常支撑。自有工厂完全生产、自主品牌营销能力强、领先的研发投入是宠物食品品牌能长久的关键要素。

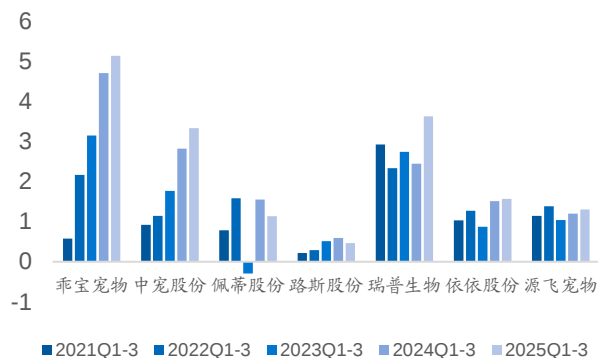
关注自主品牌收入表现较强的宠物上市公司。乖宝宠物自主品牌竞争力强，公司品牌高端化持续推进，BARF 等系列销售占比快速提升，带动公司国内业务毛利率持续提高。中宠股份在 8 月亚宠展期间推出顽皮品牌精准营养系列、领先品牌与武林外传 IP 合作系列，收入增长抓手增多。公司主品牌顽皮前三季度排名分别为 41/28/23 名，排名快速跃升。自主品牌增长是收入规模扩大的核心。2025 年前三季度主要企业中，乖宝宠物/中宠股份/佩蒂股份/路斯股份/瑞普生物/依依股份/源飞宠物 25 年前三季度营收 同比分别+29%/ +21.1%/-17.7%/+7.6%/+45.7%/-0.7%/+37.7%。其中乖宝宠物和中宠股份的国内自主品牌收入增长较快，推动公司在总收入体量和增速方面表现更强。此外，建议关注价格待提升的品牌。为了获得更大的销售收入，降价促销是短期做大的快捷方式，2025 年出现部分品牌促销力度加大的现象。这种情况下，价格抬升的品牌就格外值得关注。

图59: 宠物相关公司前三季度营收情况 (亿元)



资料来源: wind, HTI

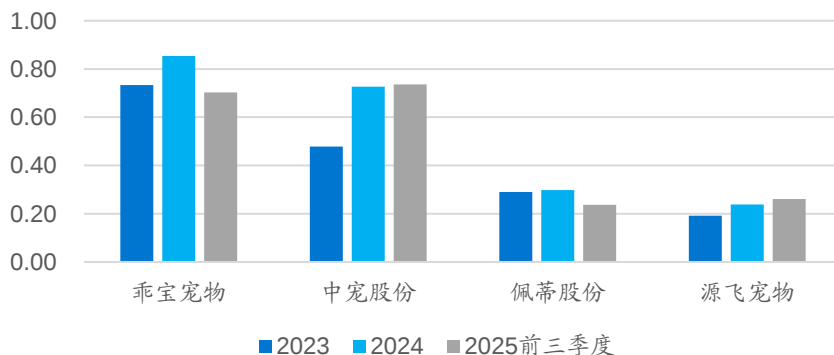
图60: 宠物相关公司前三季度归母净利润情况 (亿元)



资料来源: wind, HTI

关注公司研发投入。我们认为宠物食品会从“讨好宠物主”为主，向“兼顾宠物主和宠物”方向过渡，宠物功能性食品的需求预计越来越大，研发对功能性产品具备重要的支持作用。

图61: 上市公司研发费用对比 (亿元)



资料来源: wind, HTI

8. 风险提示

气温气候大幅波动的风险;
农产品价格大幅波动的风险;
养殖疫情和农产品种植病虫害风险;
外部环境变化对农产品进出口的风险

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Hog Breeding: Driven by policy and cycle, capacity logic catalyzed. 1) Price: 2026H1 hog prices remain low, industry continues low profit. 2) Capacity: Capacity policy and cycle adjustment, capacity reduction continues. 3) Debt reduction, cost decline. Focus on cost improvement, growth potential hog breeding companies. Poultry Breeding: White chicken supply-demand awaits recovery, yellow chicken demand may rise. 1) White chicken industry chain prices deeply low, supply-demand balance needs time. 2) Yellow chicken prices may slightly recover, focus on Chinese native chicken promotion's impact on yellow chicken consumption. Cattle Breeding: Long breeding cycle, supply-side contraction pushes prices up. 1) Long beef cattle breeding cycle, China's beef cattle breeding pattern scattered, individual behavior impacts large. 2) 2022-2024 low prices drive reduction, from 2025 slaughter volume decreases, prices expected to remain prosperous. Post-Breeding Cycle: Feed sales expected to grow, leading concentration increases. Animal health focuses on new product progress. 1) 2026 breeding stock remains high, industry prosperity continues upward, with 2026 H1 feed sales growth expected higher than H2. 2) Animal health demand affected by low breeding profit, 2026 animal health prosperity may be pressured, focus on new products (e.g., African swine fever vaccine, pet vaccine) progress. Planting: Grain prices expected stable to upward, self-control, focus on innovation. 1) Seeds: Seed industry revitalization, variety innovation. 2) Grain: Importance of food security rises, grain prices expected stable to upward. 3) Specialty planting: Focus on opportunities in blueberries, mushrooms. 4) Plant extraction: Natural health trend drives continuous growth in plant extraction product demand. Pets: Clear growth, domestic rise, strong competitiveness in production, sales, and research. 1) Pet market booming, pet owners' spending power remains strong, willingness to pay for pets increases, pet sector growth clear. 2) 2025 industry faces traffic volume expansion dilemma, pet brands increase marketing expenses, affecting short-term company profit margins. 3) Companies with complete production, sales, and research are scarce, such companies expected to win in industry competition, focus on self-brand growth rate and price increase.

Risk Warning: Risks of significant temperature and climate fluctuations; risks of significant agricultural product price fluctuations; risks of breeding epidemics and agricultural product planting pests and diseases. Risks of external environment changes on agricultural product import and export.

Compendium disclosure: For disclosures associated with each company mentioned herein, including disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation, if any, please refer to the full report on our website (equities.htisec.com).

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，林逸丹，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yidan Lin, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htsec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

国泰海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“国泰海通”）在过去 12 个月内参与了 002714.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、国泰海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、国泰海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、国泰海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Guotai Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Guotai Haitong") have a role in investment banking projects of 002714.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Guotai Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 002714.CH for which Guotai Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Guotai Haitong acted as lead-brokerage firm.

002714.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的投资银行业务客户。

002714.CH is/was an investment bank clients of Guotai Haitong currently or within the past 12 months.

300138.CH 及 002311.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

300138.CH and 002311.CH are/were a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

002714.CH 及 002311.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非证券业务服务。

002714.CH and 002311.CH are/were a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

国泰海通在过去 12 个月中获得对 002714.CH 提供投资银行服务的报酬。

Guotai Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 002714.CH.

国泰海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 002714.CH 获得投资银行服务报酬。

Guotai Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 002714.CH.

国泰海通在过去的 12 个月中从 002714.CH 及 002311.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Guotai Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 002714.CH and 002311.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
投资银行客户*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
IB clients*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。

HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA，电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL")) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳

大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

（条款链接：<https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>）

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong

International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
