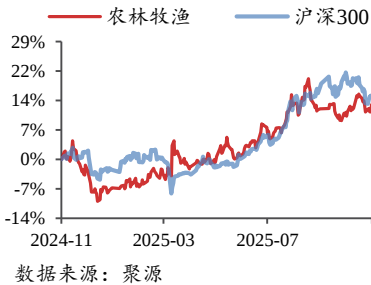


农林牧渔

2025 年 11 月 30 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《生猪产能去化加速，我国暂停进口日本水产利多国内水产板块——行业周报》-2025.11.23

《需求渐入旺季鸡肉价格有支撑，蛋价下行蛋鸡淘汰或加速——行业点评报告》-2025.11.17

《双十一宠物龙头表现亮眼，生猪超卖及寒潮降温对猪价形成支撑——行业周报》-2025.11.16

年末猪价存在供需双重支撑，牛周期景气持续性或超预期

——行业周报

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

王高展（分析师）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790525070003

● 周观察：年末猪价存在供需双重支撑，牛周期景气持续性或超预期

年末猪价存在供需双重支撑，猪价中枢或逐步上移。据涌益咨询，截至 2025 年 11 月 28 日，全国生猪均价 11.20 元/公斤，周环比-0.42 元/公斤，同比-5.27 元/公斤，涌益样本生猪屠宰量略高于 2023 年同期。截至 2025 年 11 月 27 日，涌益样本生猪出栏均重 129.22 公斤/头，周环比+0.41 公斤/头，同比+2.49 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.56 元/公斤（周环比-0.04 元/公斤）。冬季消费偏好大猪，出栏均重有所抬升，散户恐慌情绪偏浓，出猪积极拉低肥猪溢价。11 月 26 日农业农村部《农产品供需形势分析月报》指出：生产端，前期生猪集中出栏增加和大猪存栏下降缓解后市供给压力，四季度生猪出栏节奏趋于平稳；需求端，猪肉消费进入冬季旺季；贸易端，猪肉进口量减少有利于猪价企稳。展望后市，年末猪肉消费旺季供给增量有限，猪价存在向上支撑，猪价中枢或逐步上移。

10 月肉牛存栏环比下降，犊牛价格高位运行，牛周期景气持续性或超预期。截至 2025 年 11 月 28 日，我国牛肉批发价 66.54 元/公斤，同比+8.83%。My steel 样本 2025 年 10 月肉牛存栏环比-0.06%，11 月 28 日犊牛价格 32.09 元/公斤，同比+33.10%，持续高位运行。犊牛价格高位但肉牛存栏环比下降反映养殖端扩产谨慎，肉牛养殖周期偏长但产能迟迟未明显扩张，牛周期景气持续性或超预期。

● 周观点：生猪养殖亏损去化或加速，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

生猪及仔猪均陷亏损，叠加政策疫病多因素催化，生猪去化或加速。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（11.24-11.28）：农业跑赢大盘 0.17 个百分点

本周上证指数上涨 1.40%，农业指数上涨 1.57%，跑赢大盘 0.17 个百分点。子板块来看，畜养殖板块领涨。个股来看，金新农（+12.60%）、源飞宠物（+8.39%）、西王食品（+7.57%）领涨。

● 本周价格跟踪（11.24-11.28）：本周玉米、豆粕等农产品价格环比上涨

11 月 28 日全国外三元生猪均价为 11.19 元/kg，较上周下跌 0.45 元/kg；仔猪均价为 19.19 元/kg，较上周上涨 0.04 元/kg；白条肉均价 15.15 元/kg。

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：年末猪价存在供需双重支撑，牛周期景气持续性或超预期	3
2、周观点：生猪养殖亏损去化或加速，宠物板块国货崛起逻辑持续强化	5
3、本周市场表现（11.24-11.28）：农业跑赢大盘 0.17 个百分点	6
4、本周重点新闻（11.24-11.28）：2025 年 10 月末能繁母猪存栏 3990 万头，环比-1.1%,生猪定点屠宰企业屠宰量 3834 万头，环比+7.0%	7
5、本周价格跟踪（11.24-11.28）：本周玉米、豆粕等农产品价格环比上涨	8
6、主要肉类进口量	11
7、饲料产量	12
8、风险提示	12

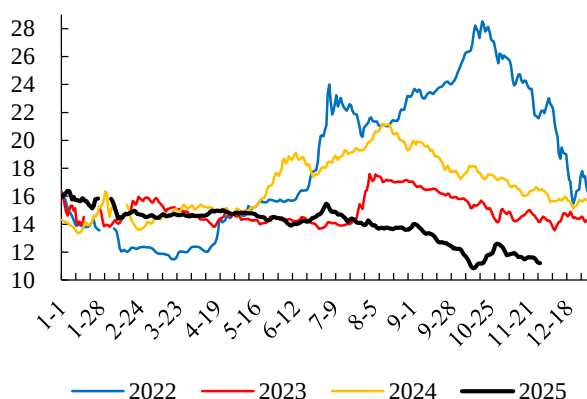
图表目录

图 1：年末猪价存在供需双重支撑(元/公斤)	3
图 2：涌益样本生猪屠宰量略高于 2023 年同期（万头）	3
图 3：冬季消费偏好大猪，出栏均重抬升(元/公斤)	3
图 4：散户恐慌出栏对猪价形成压制（公斤/头）	3
图 5：11 月末我国北方地区持续降雪降温	4
图 6：降温或提振猪肉需求	4
图 7：牛肉价格中枢抬升（元/公斤）	4
图 8：My steel 样本 2025 年 10 月肉牛存栏环比-0.06%	5
图 9：犊牛价格维持高位运行(元/公斤)	5
图 10：本周农业指数上涨 1.57（%）	6
图 11：本周农业指数跑赢大盘 0.17 个百分点	6
图 12：本周畜养殖板块领涨（%）	6
图 13：本周外三元生猪价格环比下跌	9
图 14：本周生猪自繁自养利润环比下跌	9
图 15：本周鸡苗均价环比下跌	9
图 16：本周毛鸡主产区均价环比上涨	9
图 17：本周黄羽肉鸡价格环比下跌	9
图 18：本周牛肉价格环比下跌	10
图 20：11 月 21 日鲈鱼价格环比下跌	10
图 21：11 月 28 日对虾价格环比下跌	10
图 22：本周玉米期货结算价环比上涨	11
图 23：本周豆粕期货结算价环比上涨	11
图 24：本周 NYBOT11 号糖环比上涨（美分/磅）	11
图 25：本周郑商所白糖收盘价环比上涨（元/吨）	11
图 26：2025 年 10 月猪肉进口量 7.00 万吨	12
图 27：2025 年 10 月鸡肉进口量 0.71 万吨	12
图 28：2025 年 10 月全国工业饲料总产量为 2907 万吨	12
表 1：农业个股涨跌幅排名：金新农、源飞宠物、西王食品领涨	7
表 2：本周玉米、豆粕等农产品价格环比上涨	8

1、周观察：年末猪价存在供需双重支撑，牛周期景气持续性或超预期

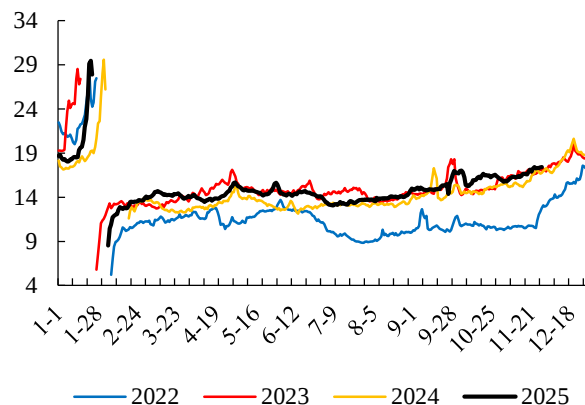
年末猪价存在供需双重支撑，猪价中枢或逐步上移。据涌益咨询，截至 2025 年 11 月 28 日，全国生猪均价 11.20 元/公斤，周环比-0.42 元/公斤，同比-5.27 元/公斤，涌益样本生猪屠宰量略高于 2023 年同期。截至 2025 年 11 月 27 日，涌益样本生猪出栏均重 129.22 公斤/头，周环比+0.41 公斤/头，同比+2.49 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.56 元/公斤（周环比-0.04 元/公斤）。冬季消费偏好大猪，出栏均重有所抬升，散户恐慌情绪偏浓，出猪积极拉低肥猪溢价。11 月 26 日农业农村部《农产品供需形势分析月报》指出：**生产端**，前期生猪集中出栏增加和大猪存栏下降缓解后市供给压力，四季度生猪出栏节奏趋于平稳；**需求端**，猪肉消费进入冬季旺季；**贸易端**，猪肉进口量减少有利于猪价企稳。展望后市，年末猪肉消费旺季供给增量有限，猪价存在向上支撑，猪价中枢或逐步上移。

图1：年末猪价存在供需双重支撑(元/公斤)



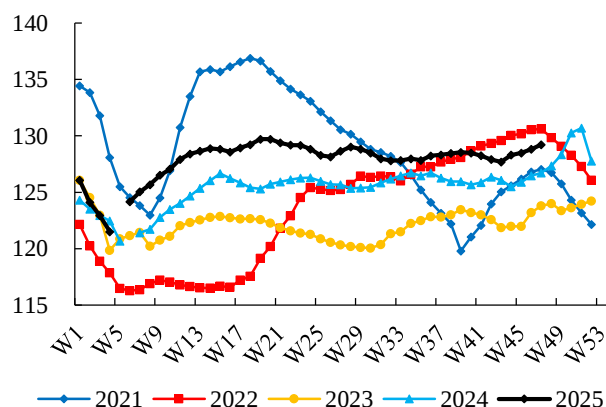
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图2：涌益样本生猪屠宰量略高于 2023 年同期（万头）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图3：冬季消费偏好大猪，出栏均重抬升(元/公斤)



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图4：散户恐慌出栏对猪价形成压制（公斤/头）

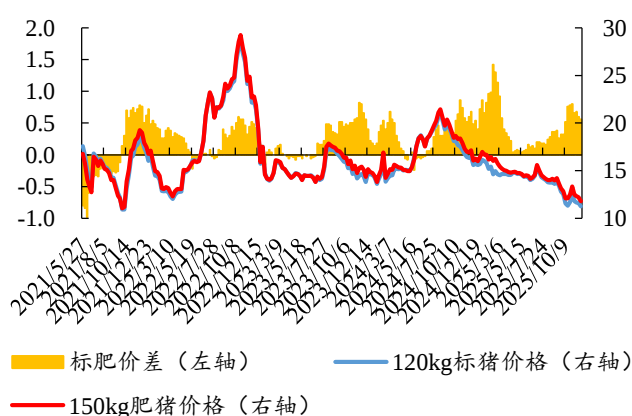
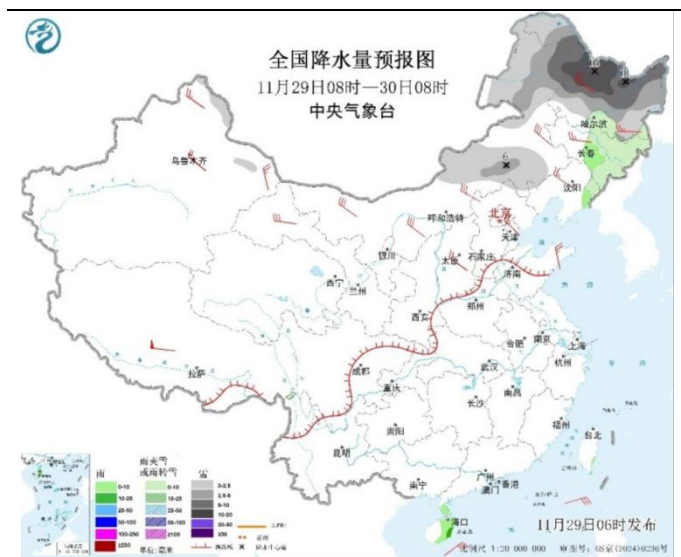
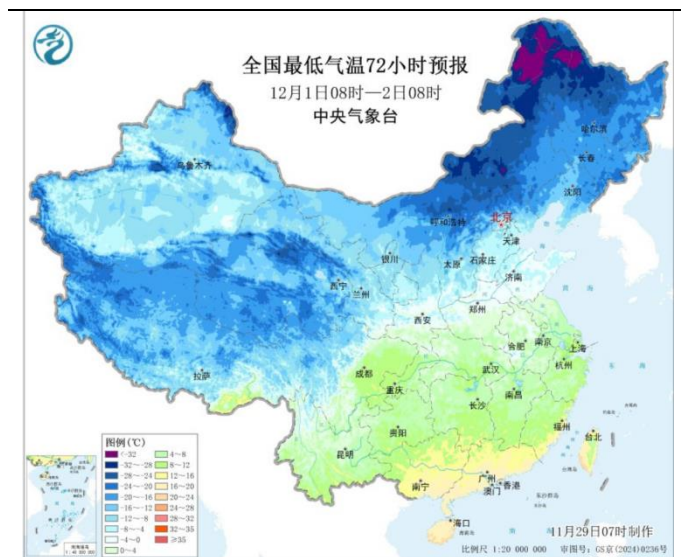


图5：11月末我国北方地区持续降雪降温



资料来源：中央气象台

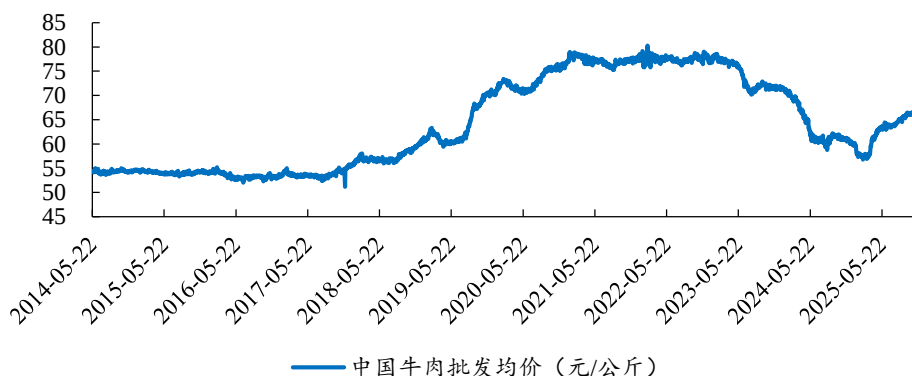
图6：降温或提振猪肉需求



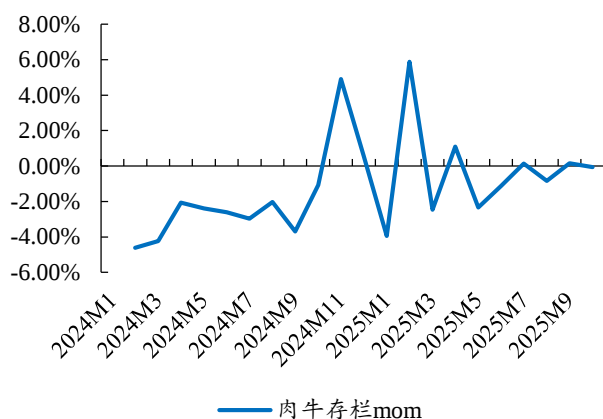
资料来源：中央气象台

10月肉牛存栏环比下降，犊牛价格高位运行，牛周期持续景气。截至2025年11月28日，我国牛肉批发价66.54元/公斤，同比+8.83%。My steel样本2025年10月肉牛存栏环比-0.06%，11月28日犊牛价格32.09元/公斤，同比+33.10%，持续高位运行。犊牛价格高位但肉牛存栏环比下降反映养殖端扩产谨慎，肉牛养殖周期偏长但产能迟迟未明显扩张，牛周期景气持续性或超预期。

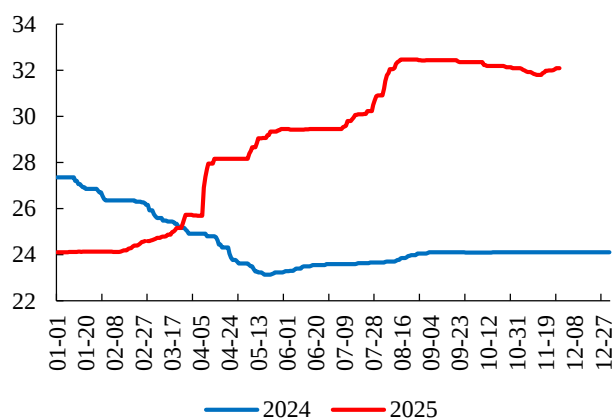
图7：牛肉价格中枢抬升（元/公斤）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8: My steel样本 2025 年 10 月肉牛存栏环比-0.06%


数据来源: My steel、开源证券研究所

图9: 接牛价格维持高位运行(元/公斤)


数据来源: My steel、开源证券研究所

2、周观点：生猪养殖亏损去化或加速，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

生猪：生猪及仔猪均陷亏损，生猪去化或加速。猪价持续下行创年内新低，生猪养殖亏损幅度逐步加深。仔猪价格跌破成本线，生猪及仔猪同步亏损或加快母猪淘汰节奏，此外叠加农业农村部去产能调控政策、环保监管趋严及冬季非瘟高发等因素驱动，生猪主被动去化有望加速，生猪板块或进入黄金布局时点。重点推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。国内方面，2010-2024 年我国饲料产量由 1.62 亿吨提升至 3.15 亿吨，CAGR 达 4.86%，总产值由 0.49 万亿元提升至 1.26 万亿元，CAGR 达 6.94%。猪料及禽料占我国饲料产量达 87%，伴随国内生猪存栏恢复及禽类消费回暖，国内饲料生产有望改善。海外方面，亚太、拉美饲料行业规模大且景气度高，非洲有望在低基数上实现高增长，肉鸡料景气度领先，预计海外饲料强劲需求对价格存在支撑。推荐标的：海大集团、新希望等。

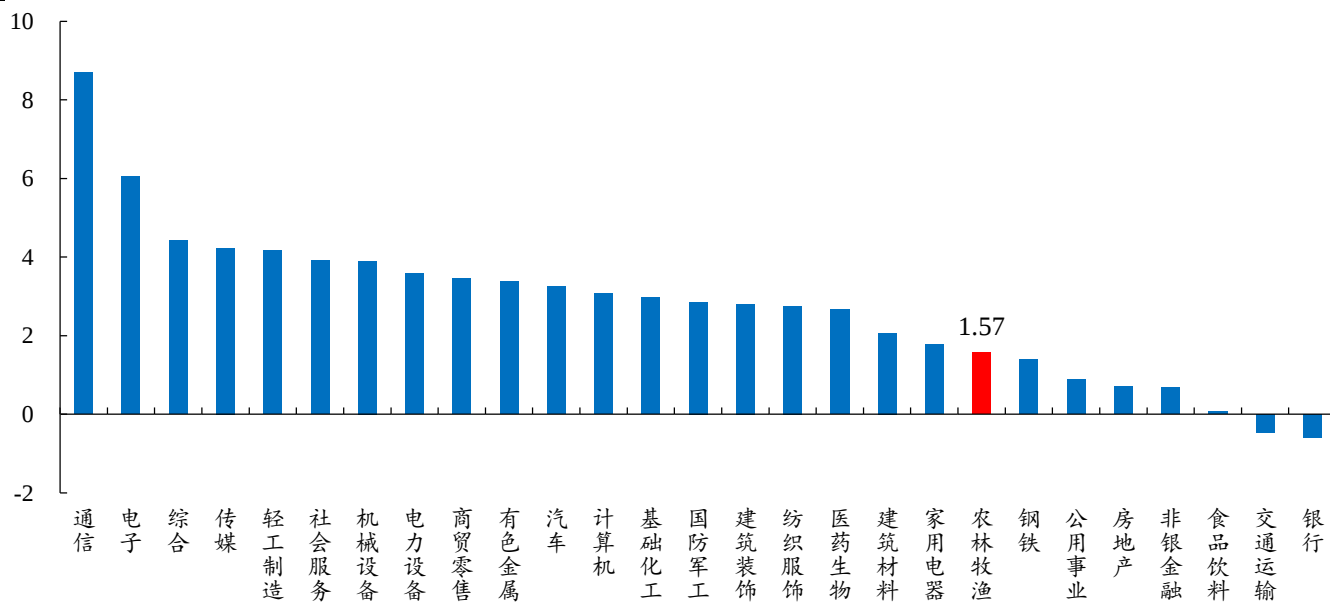
转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。2024 年 1 月 18 日，农业部发布《2023 年农业转基因生物安全证书批准清单（三）》，多项转基因玉米、大豆作物首次获发生产应用安全证书。种业振兴配套政策不断完善，行业龙头企业有望率先受益，推荐具备转基因技术优势的大北农；国内玉米传统育种技术龙头企业登海种业；基本面边际改善的隆平高科。

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（11.24-11.28）：农业跑赢大盘 0.17 个百分点

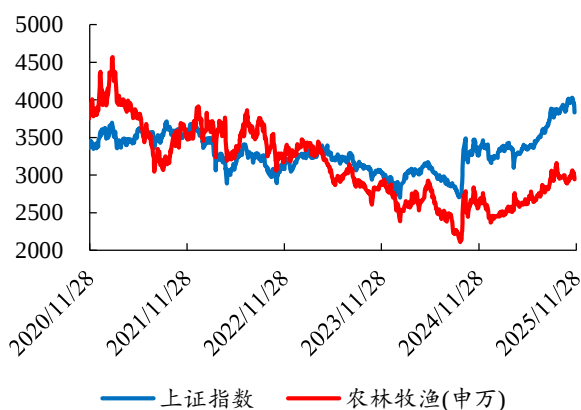
本周上证指数上涨 1.40%，农业指数上涨 1.57%，跑赢大盘 0.17 个百分点。子板块来看，畜养殖板块领涨。个股来看，金新农（+12.60%）、源飞宠物（+8.39%）、西王食品（+7.57%）领涨。

图10：本周农业指数上涨 1.57（%）



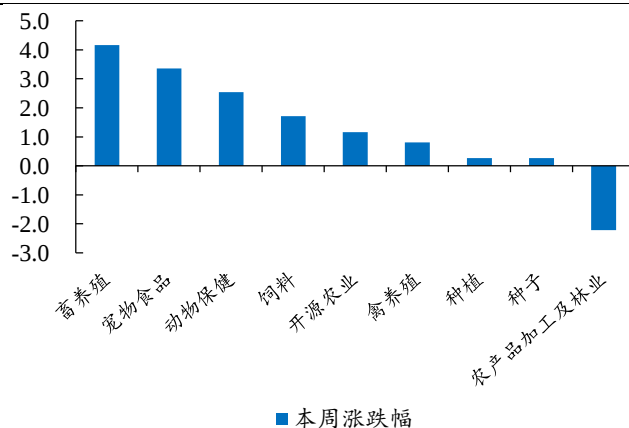
数据来源：iFinD、开源证券研究所

图11：本周农业指数跑赢大盘 0.17 个百分点



数据来源：iFinD、开源证券研究所

图12：本周畜养殖板块领涨（%）



数据来源：iFinD、开源证券研究所

表1：农业个股涨跌幅排名：金新农、源飞宠物、西王食品领涨

前 15 名			后 15 名		
002548.SZ	金新农	12.60%	000833.SZ	粤桂股份	-2.38%
001222.SZ	源飞宠物	8.39%	300087.SZ	荃银高科	-2.62%
000639.SZ	西王食品	7.57%	600127.SH	金健米业	-3.24%
300175.SZ	朗源股份	7.55%	600313.SH	农发种业	-3.51%
002234.SZ	民和股份	7.06%	600097.SH	开创国际	-3.72%
300106.SZ	西部牧业	6.93%	300999.SZ	金龙鱼	-3.72%
002714.SZ	牧原股份	5.97%	002840.SZ	华统股份	-5.36%
002157.SZ	*ST 正邦	5.92%	000663.SZ	永安林业	-6.03%
001313.SZ	粤海饲料	5.72%	002311.SZ	海大集团	-6.06%
300511.SZ	雪榕生物	5.57%	600467.SH	好当家	-8.77%
002772.SZ	众兴菌业	5.35%	002069.SZ	獐子岛	-13.26%
605567.SH	春雪食品	5.29%	300094.SZ	国联水产	-13.53%
002852.SZ	道道全	4.92%	002321.SZ	华英农业	-14.20%
603336.SH	宏辉果蔬	4.73%	000048.SZ	京基智农	-14.78%
000911.SZ	南宁糖业	4.39%	000798.SZ	中水渔业	-19.55%

数据来源：iFinD、开源证券研究所；注：截至 2025 年 11 月 28 日

4、本周重点新闻（11.24-11.28）：2025 年 10 月末能繁母猪存栏 3990 万头，环比-1.1%，生猪定点屠宰企业屠宰量 3834 万头，环比+7.0%

农业农村部：2025 年 10 月末能繁母猪存栏 3990 万头，环比-1.1%，生猪定点屠宰企业屠宰量 3834 万头，环比+7.0%。2025 年 10 月末能繁母猪存栏 3990 万头，环比-1.1%，同比-2.1%；全国二元母猪销售价格 30.21 元/公斤，环比-5.2%，同比-18.0%；全国仔猪价格 25.80 元/公斤，环比-14.2%，同比-29.1%。生猪定点屠宰企业屠宰量 3834 万头，环比+7.0%，同比+26.2%；2025 年 1-10 月生猪定点屠宰企业屠宰量 32289 万头，同比+19.6%。2025 年 10 月进口猪肉 7.11 万吨，环比-11.1%，同比-21.1%。（农业农村部）

中国商务部：对进口牛肉保障措施调查期限再次延长至 2026 年 1 月 26 日。根据《中华人民共和国保障措施条例》的规定，2024 年 12 月 27 日，商务部发布 2024 年第 60 号公告，决定对进口牛肉进行保障措施立案调查。2025 年 8 月 6 日，商务部发布 2025 年第 38 号公告，决定将本案的调查期限延长至 2025 年 11 月 26 日。鉴于本案情况复杂，商务部决定将本案的调查期限再次延长至 2026 年 1 月 26 日。（中国商务部）

韩国发生非洲猪瘟疫情，政府发布“严重”级危机警报。韩国非洲猪瘟中央事故处理本部 25 日通报，位于忠清南道唐津市的一家养猪场发生非洲猪瘟疫情。中央事故处理本部从当天开始将韩国全国的非洲猪瘟危机警报级别提升至“严重”级。据了解，发生疫情的养猪场共饲养有 463 头猪，11 月 17 日至 18 日有 2 头猪死亡，23 日至 24 日有 4 头猪死亡。忠清南道卫生检验所对死亡猪只和养猪场的另外 14 头猪只进行检查后，判定相关猪只为猪瘟病毒阳性。防疫部门随后派出防疫组，对发生疫情的养猪场 10 公里内的 28 个养猪场进行消毒，并采取限制移动的措施。（财联社）

海关总署：即日起允许符合相关要求的西班牙养殖水产品进口。11月27日电，海关总署公告，根据我国法律法规和中华人民共和国海关总署(以下称中方)与西班牙王国农业、渔业和食品部(以下称西方)有关西班牙输华养殖水产品的检验检疫和卫生要求规定，即日起，允许符合相关要求的西班牙养殖水产品进口。(海关总署)

5、本周价格跟踪（11.24-11.28）：本周玉米、豆粕等农产品价格环比上涨

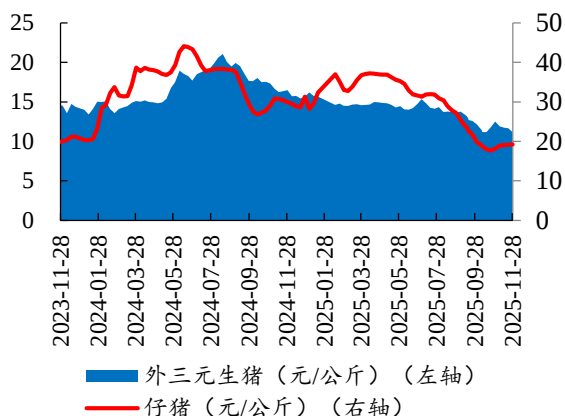
表2：本周玉米、豆粕等农产品价格环比上涨

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）	11.19	-3.87%	11.64	-0.77%	11.73	-1.51%
	仔猪价格（元/公斤）	19.19	0.21%	19.15	0.42%	19.07	0.74%
	生猪养殖利润：自繁自养（元/头）	-147.99	-8.90%	-135.90	-18.37%	-114.81	-28.70%
	生猪养殖利润：外购仔猪（元/头）	-248.82	-6.05%	-234.63	-14.10%	-205.64	-17.14%
白羽鸡	鸡苗价格（元/羽）	3.47	-0.29%	3.48	-0.29%	3.49	-1.41%
	毛鸡价格（元/公斤）	7.19	0.56%	7.15	0.42%	7.12	0.42%
	毛鸡养殖利润（元/羽）	-0.86	12.24%	-0.98	-3.16%	-0.95	24.00%
	父母代种鸡养殖利润（元/羽）	0.72	-1.37%	0.73	-1.35%	0.74	-6.33%
黄羽鸡	中速鸡价格（元/公斤）	11.75	-0.84%	11.85	-2.47%	12.15	-2.02%
牛肉	牛肉价格（元/公斤）	66.39	-0.27%	66.57	-0.06%	66.61	0.45%
水产品	草鱼价格（元/公斤）	16.12	-0.06%	16.13	-0.06%	16.14	-0.55%
	鲈鱼价格（元/公斤）	19.50	-6.25%	20.80	0.00%	20.80	0.00%
	对虾价格（元/公斤）	25.50	-8.93%	28.00	1.82%	27.50	0.00%
大宗农产品	玉米期货价格（元/吨）	2241.00	2.66%	2183.00	0.05%	2182.00	1.44%
	豆粕期货价格（元/吨）	2459.00	1.32%	2427.00	-2.49%	2489.00	-0.72%
	ICE11号糖期货价格（美分/磅）	15.21	3.61%	14.68	3.23%	14.22	-0.21%
	郑商所糖期货价格（元/吨）	5400.00	0.88%	5353.00	-2.14%	5470.00	-0.18%

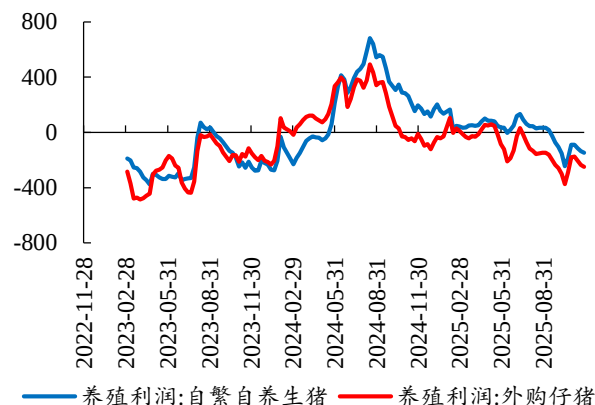
数据来源：iFinD、开源证券研究所

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：11月28日全国外三元生猪均价为11.19元/kg，较上周下跌0.45元/kg；仔猪均价为19.19元/kg，较上周上涨0.04元/kg；白条肉均价15.15元/kg，较上周上涨0.39元/kg。11月28日猪料比价3.37:1。自繁自养头均利润-147.99元/头，环比-12.09元/头；外购仔猪头均利润-248.82元/头，环比-14.19元/头。

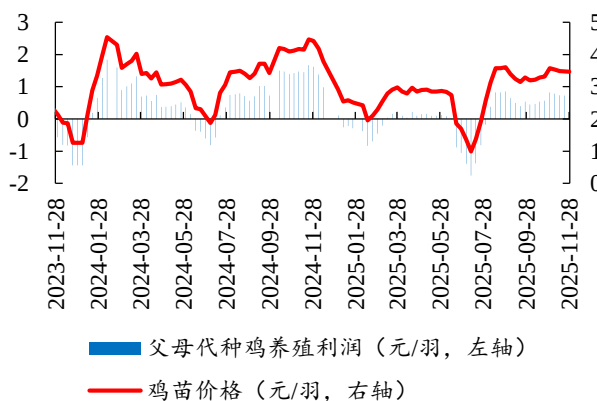
图13：本周外三元生猪价格环比下跌


数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

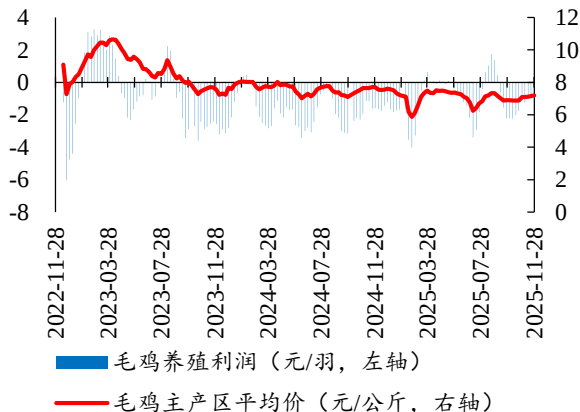
图14：本周生猪自繁自养利润环比下跌


数据来源：iFinD、开源证券研究所

白羽肉鸡：本周鸡苗均价 3.47 元/羽，环比-0.29%；毛鸡均价 7.19 元/公斤，环比+0.56%；毛鸡养殖利润-0.86 元/羽，环比+0.12 元/羽。

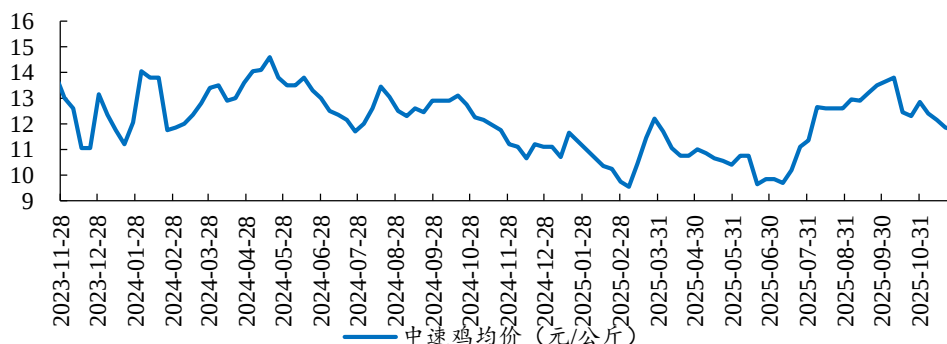
图15：本周鸡苗均价环比下跌


数据来源：iFinD、开源证券研究所

图16：本周毛鸡主产区均价环比上涨


数据来源：iFinD、开源证券研究所

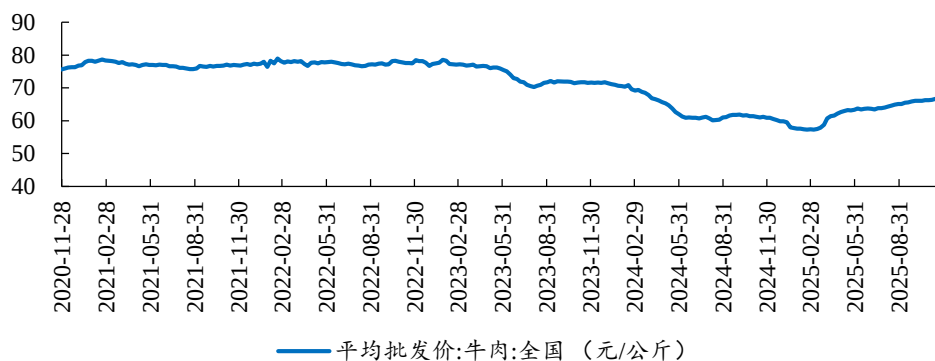
黄羽肉鸡：11月28日中速鸡均价 11.75 元/公斤，环比-0.10 元/公斤。

图17：本周黄羽肉鸡价格环比下跌


数据来源：iFinD、开源证券研究所

牛肉：11月28日牛肉均价 66.39 元/公斤，环比上周-0.18 元/公斤。

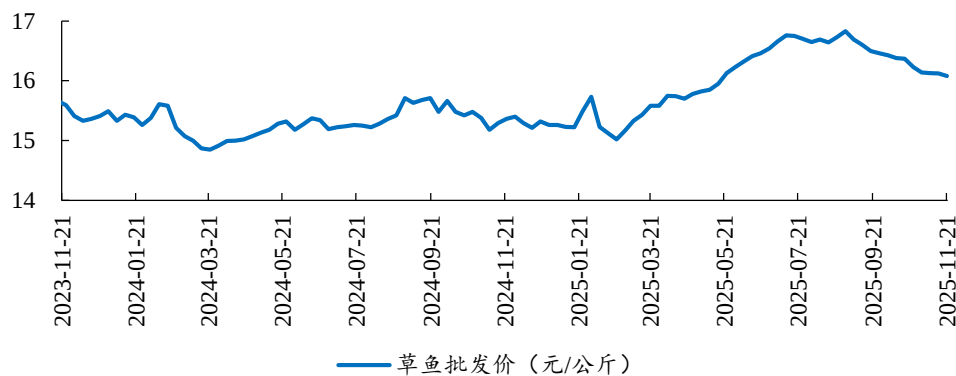
图18：本周牛肉价格环比下跌



数据来源：新牧网、开源证券研究所

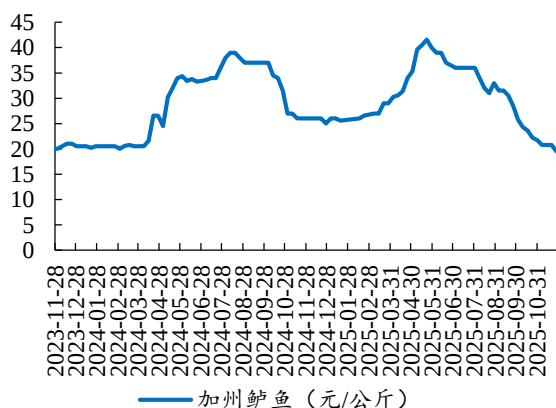
水产品：上周草鱼价格 16.12 元/公斤，环比-0.06%；据海大农牧数据，11 月 28 日鲈鱼价格 19.50 元/公斤，环比-6.25%；11 月 27 日对虾价格 25.50 元/公斤，环比-8.93%。

图19：11.17-11.21 草鱼价格环比下跌



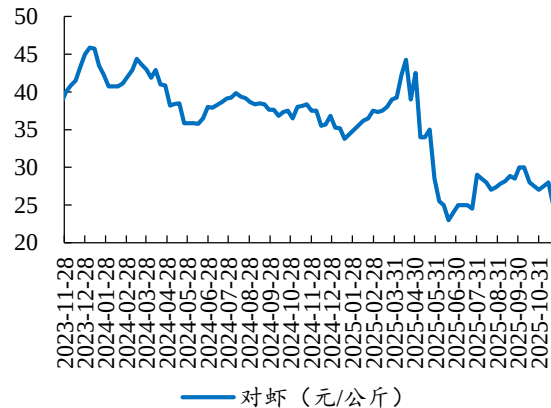
数据来源：iFinD、开源证券研究所；注：草鱼价格滞后一周

图20：11 月 28 日鲈鱼价格环比下跌



数据来源：海大农牧、开源证券研究所

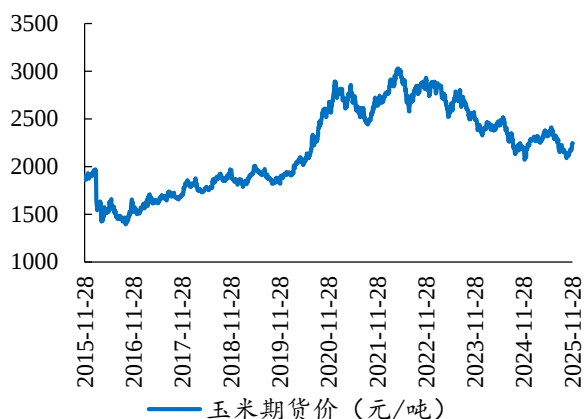
图21：11 月 27 日对虾价格环比下跌



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 2241.00 元/吨，周环比+2.66%；豆粕期货活跃合约结算价为 2459.00 元/吨，周环比+1.32%。

图22：本周玉米期货结算价环比上涨



数据来源：iFinD、开源证券研究所

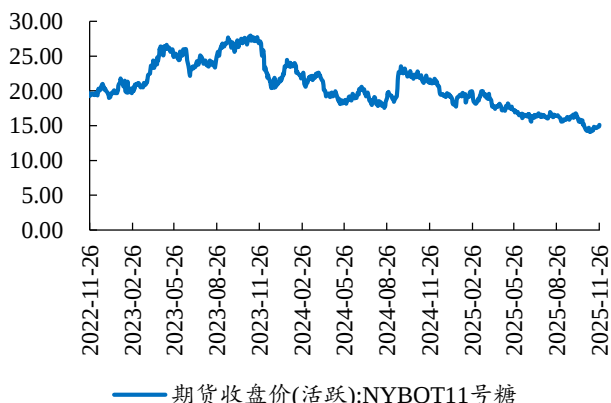
图23：本周豆粕期货结算价环比上涨



数据来源：iFinD、开源证券研究所

糖： NYBOT11 号糖 11 月 28 日收盘价 15.21 美分/磅，周环比+3.61%。国内糖价，郑商所白砂糖期货 11 月 28 日收盘价 5400.00 元/吨，周环比+0.88%。

图24：本周 NYBOT11 号糖环比上涨（美分/磅）



数据来源：iFinD、开源证券研究所

图25：本周郑商所白糖收盘价环比上涨（元/吨）

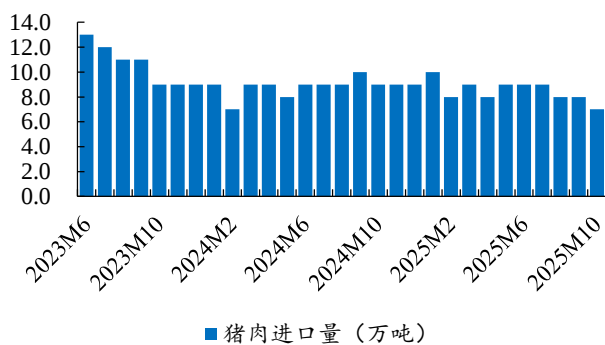


数据来源：iFinD、开源证券研究所

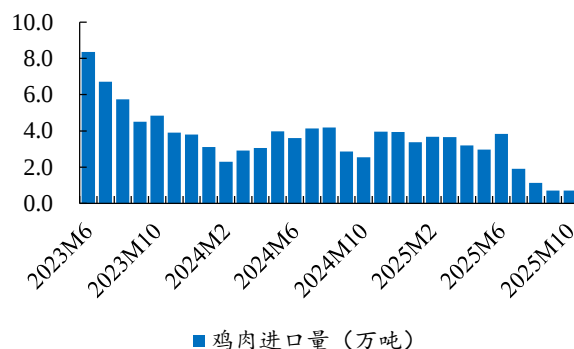
6、主要肉类进口量

猪肉进口：据海关总署数据，2025 年 10 月猪肉进口 7.00 万吨，同比-21.1%。

鸡肉进口：据海关总署数据，2025 年 10 月鸡肉进口 0.71 万吨，同比-72.1%。

图26：2025 年 10 月猪肉进口量 7.00 万吨


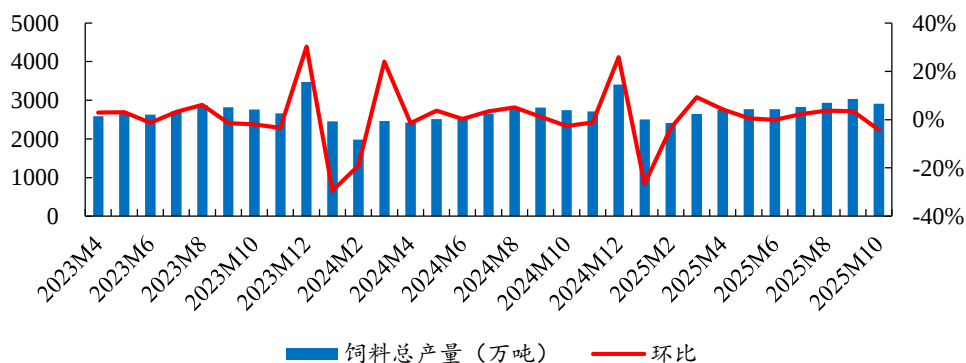
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图27：2025 年 10 月鸡肉进口量 0.71 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 10 月全国工业饲料产量 2907 万吨，环比-4.2%。

图28：2025 年 10 月全国工业饲料总产量为 2907 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