

超配（维持）

关注产能去化 把握边际改善

农林牧渔行业 2026 上半年投资策略

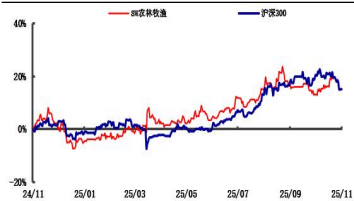
2025 年 11 月 25 日

投资要点：

- **行情回顾。**SW农林牧渔行业跑赢沪深300指数。2025年1-11月（2025年1月1日-2025年11月21日），SW农林牧渔行业整体上涨16.36%，跑赢同期沪深300指数约3.18个百分点。分季度来看，SW农林牧渔行业Q1下跌0.87%，Q2上涨6.49%，Q3上涨10.95%，10-11月（截至11月21日）下跌0.65%。估值方面，2025年1-11月（2025年1月1日-2025年11月21日），SW农林牧渔行业整体PB（整体法，最新报告期，剔除负值）由年初的低点2.31倍最高回升至3.06倍。截至11月21日，SW农林牧渔行业整体PB约2.81倍，较年初低点回升了21.6%；目前行业整体估值处于行业2006年以来的估值中枢约65.6%分位位置，仍处于相对较低的位置。
- **行业运行展望。**（1）**生猪养殖：**我国能繁母猪存栏量自2024年12月开始逐步去化。截至2025年9月末，我国能繁母猪存栏量达到4035万头，较2024年11月末去化了1.1%；9月末能繁母猪存栏量是正常保有量3900万头的103.5%，接近产能调控绿色区域（即正常保有量的92%~105%）上限。目前我国能繁母猪存栏量仍处历史相对高位，未来仍有较大去化空间。根据我国能繁母猪存栏量变化情况进行推算，预计2026年我国生猪出栏量有望回落，生猪价格有望逐步回升，生猪养殖盈利有望逐步回升。（2）**肉鸡养殖：**白羽鸡：2024年，全国白羽肉鸡祖代引种更新总量为157.46万套，同比增长23.13%。2025年1-9月份，白羽肉鸡祖代引种更新总量为87.35万套，同比减少20.01%；预计2026年上半年商品代鸡苗供应仍处于高位。根据白羽肉鸡饲养周期，2025年1-9月白羽肉鸡祖代引种减少将逐步传导至父母代环节，预计2026年下半年商品代产能的持续扩张将受到制约。黄羽鸡方面，我国黄羽鸡在产祖代存栏量处于高位，预计2026年上半年黄羽鸡供应量相对充足。（3）**饲料：**2025年我国饲料总产量同比有所回升，预计2026年有望保持回升。预计2026年饲料原料成本压力整体可控，行业规模化和集中化不断上升，行业龙头国内集中度仍有提升空间，国际化正在推进的路上。
- **维持对行业的“超配”评级。**目前行业整体估值依然处于历史相对低位，维持对行业的超配评级。个股方面可重点关注：牧原股份（002714）、温氏股份（300498）、圣农发展（002299）、立华股份（300761）、海大集团（002311）、中牧股份（600195）、生物股份（600201）、瑞普生物（300119）、中宠股份（002891）、乖宝宠物（301498）、源飞宠物（001222）等。
- **风险提示：**疫病大规模爆发，农产品价格下行，自然灾害，市场竞争加剧等。

分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119462
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

农林牧渔（申万）指数走势



资料来源 iFind，东莞证券研究所

相关报告

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

投资策略

行业研究

证券研究报告

目 录

1. 2025 年 1-11 月行情回顾	4
1.1 SW 农林牧渔行业跑赢沪深 300 指数	4
1.2 所有细分板块录得正收益	4
1.3 行业内超过八成个股录得正收益	4
1.4 估值震荡回升	5
2. 行业运行展望	5
2.1 生猪养殖	5
2.1.1 生猪产能	5
2.1.2 生猪价格	6
2.1.3 生猪养殖成本	7
2.1.4 生猪养殖盈利	7
2.2 肉鸡养殖	8
2.2.1 2025 年 1-11 月肉鸡养殖盈利不理想	8
2.2.2 预计鸡饲料价格或将低位运行	9
2.2.3 预计 2026 年上半年供给仍较充足	10
2.3 饲料	11
2.3.1 我国饲料总产量有望保持回升	11
2.3.2 饲料原材料价格较年初低点有所回升	11
2.3.3 规模化和集中度不断上升	14
2.4 动保	15
2.4.1 业绩增速有所回升	15
2.4.2 研发投入增速有所回升	15
2.4.3 宠物医疗市场有望保持上升	16
2.5 宠物	16
2.5.1 我国宠物食品出口量保持增长	16
2.5.2 国内宠物市场有望保持较快增长	17
2.5.3 我国宠物产业集群化发展 行业集中度还较低	18
3. 投资建议	19
4. 风险提示	20

插图目录

图 1: 2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日申万一级行业涨幅 (%)	4
图 2: 2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日 SW 农林牧渔行业二级细分板块涨幅 (%)	4
图 3: 2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日 SW 农林牧渔行业涨幅榜个股 (%)	5
图 4: 2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日 SW 农林牧渔行业跌幅榜个股 (%)	5
图 5: SW 农林牧渔行业 PB (整体法, 最新报告期, 剔除负值, 倍)	5
图 6: 能繁母猪存栏环比增减 (%)	6
图 7: 能繁母猪存栏 (万头)	6
图 8: 生猪存栏量期末值 (万头)	6
图 9: 生猪出栏量累计同比 (%)	6
图 10: 全国外三元生猪价格 (元/公斤)	6
图 11: 猪肉平均批发价 (元/公斤)	6

图 12: 我国生猪饲料市场平均价格 (元/公斤)	7
图 13: 我国主要猪饲料产品月度均价 (元/公斤)	7
图 14: 自繁自养生猪养殖利润 (元/头)	8
图 15: 外购仔猪养殖利润 (元/头)	8
图 16: 主产区肉鸡苗平均价 (元/羽)	8
图 17: 主产区蛋鸡苗平均价 (元/羽)	8
图 18: 主产区白羽肉鸡平均价 (元/公斤)	8
图 19: 白羽肉鸡养殖利润 (元/羽)	8
图 20: 我国三黄鸡批发平均价 (元/公斤)	9
图 21: 黄羽鸡龙头毛鸡月度销售均价 (元/公斤)	9
图 22: 我国肉鸡蛋鸡饲料市场平均价格 (元/公斤)	9
图 23: 我国主要鸡饲料产品月度均价 (元/公斤)	9
图 24: 我国白羽肉鸡祖代引种更新量及其同比 (万套, %)	10
图 25: 2025 年 1-9 月我国白羽肉鸡祖代引种更新量占比 (%)	10
图 26: 我国肉鸡出栏量 (亿只)	11
图 27: 2024 年我国肉鸡出栏量占比 (%)	11
图 28: 我国饲料分品类产量 (万吨)	11
图 29: 我国饲料总产量及其同比增速 (万吨, %)	11
图 30: 我国玉米现货价 (元/吨)	12
图 31: 我国豆粕现货价 (元/吨)	12
图 32: 我国年产 10 万吨以上饲料企业数量及其产量占比 (家, %)	14
图 33: 2023-2024 年我国饲料龙头产量占比 (%)	14
图 34: SW 动保板块营收及其同比增速 (亿元, %)	15
图 35: SW 动保板块归母净利润同比增速 (亿元, %)	15
图 36: SW 动保板块研发费用及其同比增速 (亿元, %)	15
图 37: SW 动保板块研发费用率 (%)	15
图 38: 中国宠物医疗市场规模及其同比增速 (亿元, %)	16
图 39: 我国宠物行业 2024 年消费结构 (%)	16
图 40: 我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额累计值及其同比增速 (万美元, %)	17
图 41: 我国零售包装的狗食或猫食饲料出口数量累计值及其同比增速 (吨, %)	17
图 42: 中国城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模 (亿元)	17
图 43: 我国宠物饲料产量 (万吨)	17
图 44: 我国宠物饲料单月产量同比增速 (%)	17
图 45: 中国宠物犬猫家庭渗透率 (%)	18
图 46: 我国养宠渗透率与欧美日相比 (%)	18
图 47: 2024 年我国各省市宠物饲料产量占比 (%)	18
图 48: 2023 年我国宠物行业企业集中度 (%)	19

表格目录

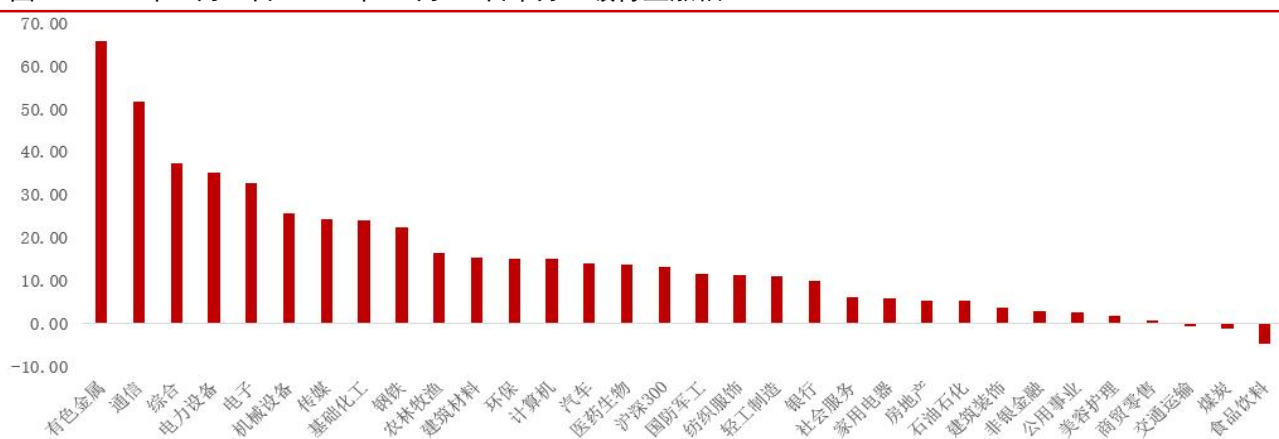
表 1: 美国农业部 2025 年 11 月全球玉米供需平衡表 (百万吨)	12
表 2: 2025 年 11 月中国玉米供需平衡表	13
表 3: 美国农业部 2025 年 11 月全球大豆供需平衡表 (百万吨)	13
表 4: 2025 年 11 月中国大豆供需平衡表	14
表 5: 重点公司盈利预测及投资评级 (2025/11/21)	20

1. 2025 年 1-11 月行情回顾

1.1 SW 农林牧渔行业跑赢沪深 300 指数

SW 农林牧渔行业跑赢沪深 300 指数。2025 年 1-11 月（2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日），SW 农林牧渔行业整体上涨 16.36%，跑赢同期沪深 300 指数约 3.18 个百分点。分季度来看，SW 农林牧渔行业 Q1 下跌 0.87%，Q2 上涨 6.49%，Q3 上涨 10.95%，10-11 月（截至 11 月 21 日）下跌 0.65%。

图 1：2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日申万一级行业涨幅（%）

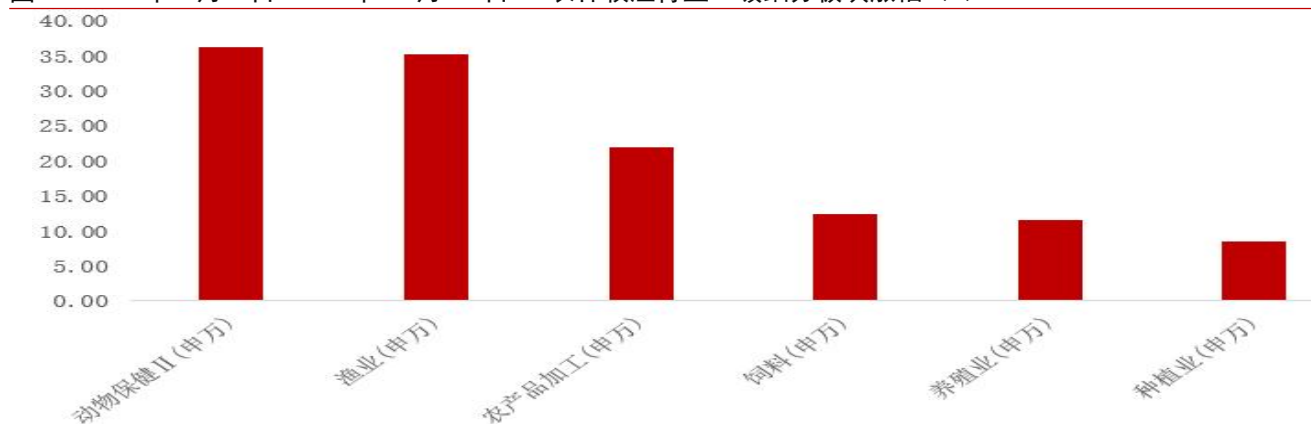


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

1.2 所有细分板块录得正收益

所有细分板块均录得正收益。2025 年 1-11 月（2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日），SW 农林牧渔行业二级细分板块中，动物保健、渔业、农产品加工、饲料、养殖业和种植业均录得正收益，分别上涨 36.27%、35.22%、21.88%、12.48%、11.53%和 8.49%。

图 2：2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日 SW 农林牧渔行业二级细分板块涨幅（%）



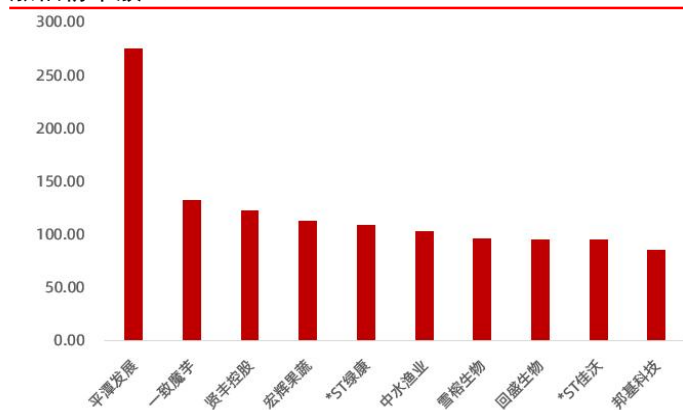
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

1.3 行业内超过八成个股录得正收益

行业内约 83%的个股录得正收益。2025 年 1-11 月（2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月

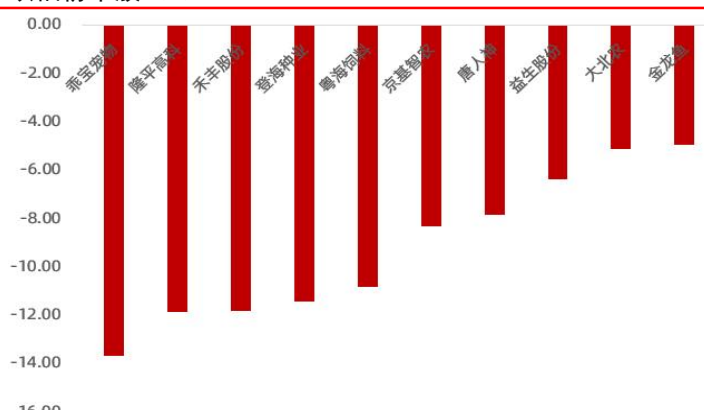
21 日)，SW 农林牧渔行业约 83% 的个股录得正收益，其中约有 5% 的个股涨幅超过 100%，其中平潭发展涨幅居首，上涨 275.26%；约有 14.5% 的个股涨幅在 50%-100%，约有 15.4% 的个股涨幅在 30%-50%。约有 17% 的个股录得负收益，其中乖宝宠物跌幅居首，下跌 13.7%；有 3 只个股跌幅在 10%-12%，其余个股跌幅均在 10% 以内。

图 3：2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日 SW 农林牧渔行业涨幅榜个股 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 4：2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日 SW 农林牧渔行业跌幅榜个股 (%)

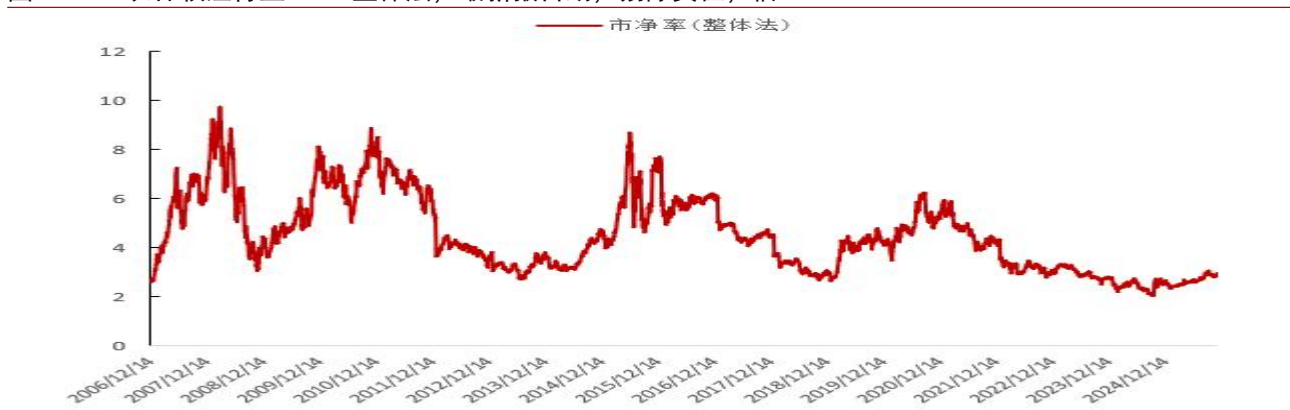


资料来源：iFinD，东莞证券研究所

1.4 估值震荡回升

行业估值震荡回升。2025 年 1-11 月（2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日），SW 农林牧渔行业整体 PB（整体法，最新报告期，剔除负值）由年初的低点 2.31 倍最高回升至 3.06 倍。截至 11 月 21 日，SW 农林牧渔行业整体 PB 约 2.81 倍，较年初低点回升了 21.6%；目前行业整体估值处于行业 2006 年以来的估值中枢约 65.6% 分位位置，仍处于相对较低的位置。

图 5：SW 农林牧渔行业 PB（整体法，最新报告期，剔除负值，倍）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2. 行业运行展望

2.1 生猪养殖

2.1.1 生猪产能

能繁母猪存栏量存在去化空间。我国能繁母猪存栏量自 2024 年 12 月开始逐步去化。

截至 2025 年 9 月末，我国能繁母猪存栏量达到 4035 万头，较 2024 年 11 月末去化了 1.1%；9 月末能繁母猪存栏量是正常保有量 3900 万头的 103.5%，接近产能调控绿色区域（即正常保有量的 92%~105%）上限。目前我国能繁母猪存栏量仍处历史相对高位，未来仍有较大去化空间。

图 6：能繁母猪存栏环比增减（%）



图 7：能繁母猪存栏（万头）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2025 年我国生猪供给同比有所回升，预计 2026 年我国生猪供给有望逐步回落。

2025 年前三季度我国生猪出栏量 52922 万头，同比增长 1.8%。其中 2025 年 Q1、Q2 和 Q3，我国生猪出栏量分别为 19476 万头、17143 万头和 16373 万头，分别同比增长 0.1%、1.2%和 4.7%。根据我国能繁母猪存栏量变化情况进行推算，预计 2026 年我国生猪出栏量有望逐步回落。

图8：生猪存栏量期末值（万头）



图9：生猪出栏量累计同比（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

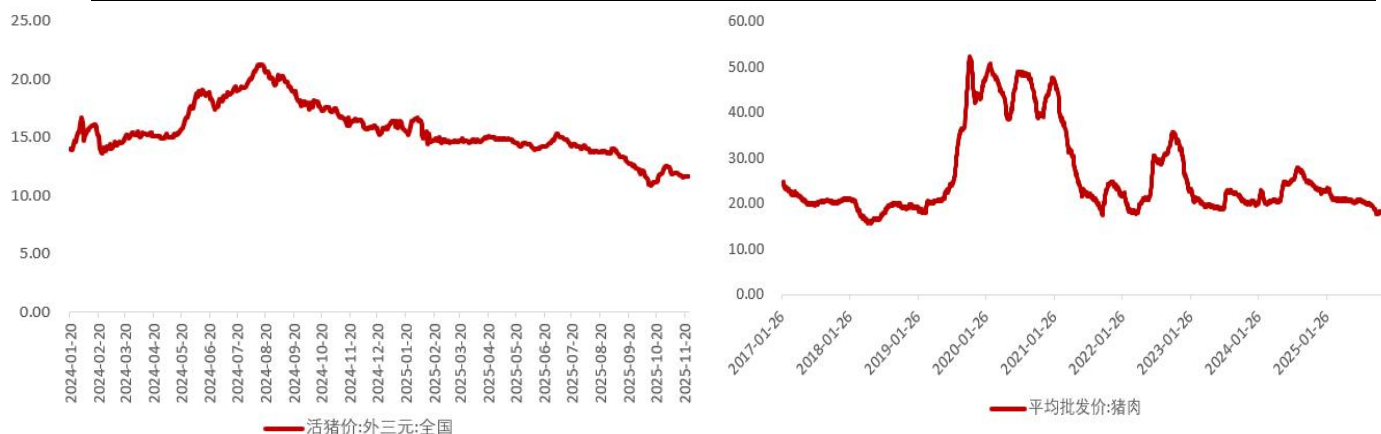
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2.1.2 生猪价格

2025 年我国生猪价格总体呈现逐步回落的走势，预计 2026 年有望逐步回升。2025 年 1-11 月（2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 24 日），我国生猪价格总体呈现逐步回落的走势。截至 2025 年 11 月 24 日，全国外三元生猪价格 11.65 元/公斤，较年初下跌 26%，同比下跌 28.8%。根据我国能繁母猪存栏量变化情况推算生猪供给，预计 2026 年我国生猪价格有望逐步回升。

图 10：全国外三元生猪价格（元/公斤）

图 11：猪肉平均批发价（元/公斤）



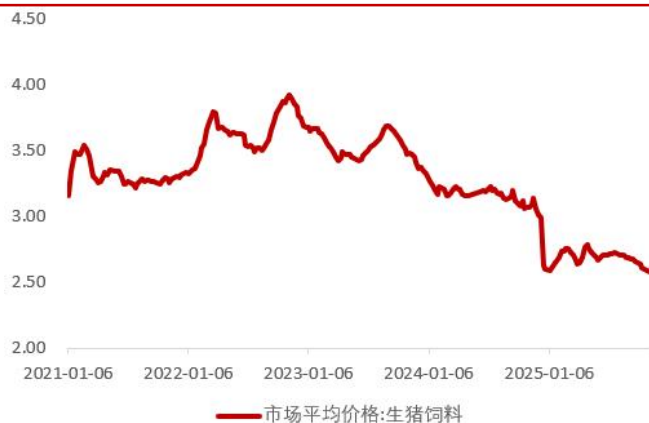
资料来源: iFinD , 东莞证券研究所

资料来源: iFinD , 东莞证券研究所

2.1.3 生猪养殖成本

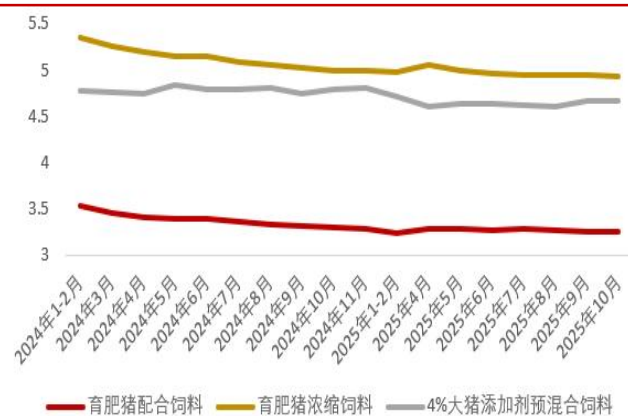
2025 年我国猪饲料均价低位震荡, 预计 2026 年或将在低位震荡运行。根据国家发改委统计, 2025 年 1-11 月份 (2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 12 日), 我国生猪饲料平均价先较年初低点 2.58 元/公斤逐步回升至今年高点 2.79 元/公斤, 再逐步回落。截至 2025 年 11 月 12 日, 我国生猪饲料平均价格为 2.6 元/公斤, 同比下跌约 15.9%, 较年初低点回升 0.8%。根据中国饲料工业协会数据, 2025 年 10 月, 我国育肥猪配合饲料、育肥猪浓缩饲料、4%大猪添加剂预混合饲料平均价格分别为 3.25 元/公斤、4.93 元/公斤和 4.66 元/公斤, 分别同比下降 1.5%、1.4%和 2.7%, 跌势有所减缓。展望 2026 年, 从饲料主要原料玉米、豆粕等全球供需格局来看, 预计供给偏宽松, 预计饲料价格或将在低位震荡运行。

图12: 我国生猪饲料市场平均价格 (元/公斤)



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

图13: 我国主要猪饲料产品月度均价 (元/公斤)



数据来源: 中国饲料工业协会, 东莞证券研究所

2.1.4 生猪养殖盈利

2025 年生猪养殖盈利震荡回落, 预计 2026 年有望逐步回升。2025 年 1-11 月 (2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日), 我国生猪养殖头均盈利由正逐步转负。截至 2025 年 11 月 21 日, 自繁自养生猪养殖利润为-135.9 元/头, 外购仔猪养殖利润为-234.63 元/头。预计 2026 年猪价有望逐步回升, 饲料价格有望维持低位震荡, 2026 年生猪养殖盈利有望逐步回升。

图 14：自繁自养生猪养殖利润（元/头）



图 15：外购仔猪养殖利润（元/头）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2.2 肉鸡养殖

2.2.1 2025 年 1-11 月肉鸡养殖盈利不理想

2025 年 1-11 月主产区肉鸡苗价格先跌后回升，主产区蛋鸡苗价格逐步回落。2025 年 1-11 月份（2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日），我国主产区肉鸡苗价格先回落至低点 0.99 元/羽，再逐步回升至高点 3.61 元/羽，后维持震荡走势；截至 2025 年 11 月 21 日，我国主产区肉鸡苗均价为 3.48 元/羽，同比下跌 22.1%，较年中低点回升 251.5%。2025 年 1-11 月份（2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日），我国主产区蛋鸡苗价格逐步回落；截至 2025 年 11 月 21 日，我国主产区蛋鸡苗均价为 2.7 元/羽，同比下跌 32.5%，较年初高点回落 38.6%。

图 16：主产区肉鸡苗平均价（元/羽）

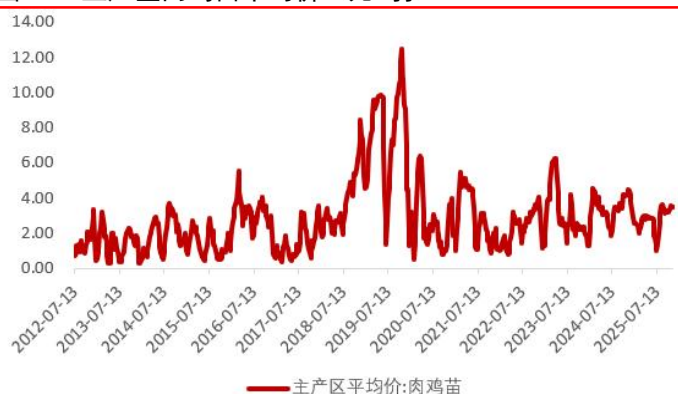
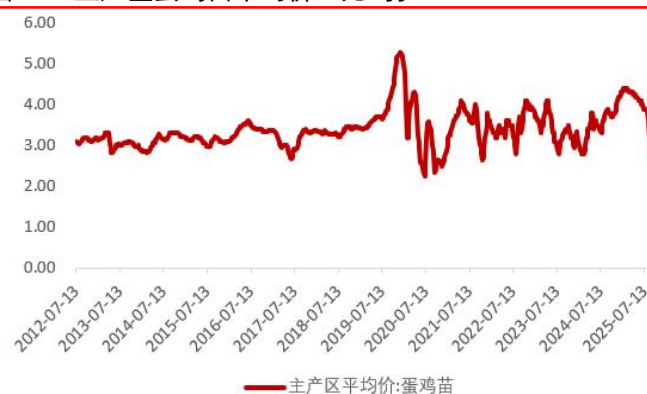


图 17：主产区蛋鸡苗平均价（元/羽）



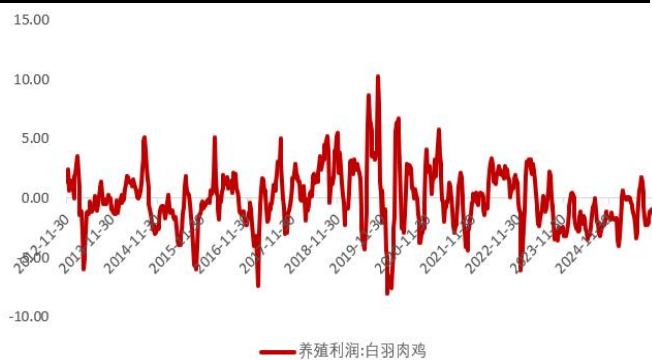
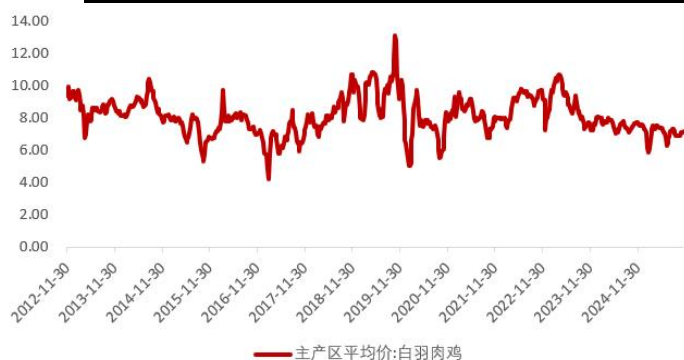
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2025 年 1-11 月我国白羽肉鸡养殖盈利不理想。2025 年 1-11 月份（2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日），我国主产区白羽肉鸡价格维持在 5.87 元/公斤-7.56 元公斤的相对低位震荡；截至 2025 年 11 月 21 日，我国主产区白羽肉鸡均价 7.15 元/公斤，同比下跌 7.3%。养殖盈利方面，2025 年 1-11 月份（2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日），我国主产区白羽肉鸡养殖利润多数时间处于亏损或微利状态。截至 2025 年 11 月 21 日，我国主产区白羽肉鸡养殖利润为-0.98 元/羽。

图 18：主产区白羽肉鸡平均价（元/公斤）

图 19：白羽肉鸡养殖利润（元/羽）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

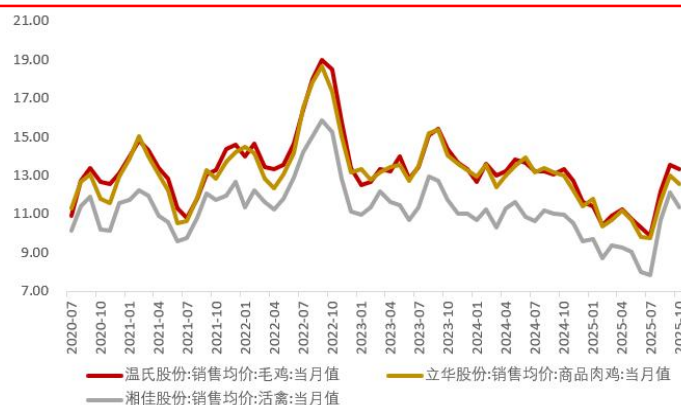
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2025 年 1-11 月份，我国黄羽鸡价格总体表现较弱。2025 年 1-11 月份（2025 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 21 日），我国三黄鸡批发平均价先回落后回升，又震荡回落。截至 2025 年 11 月 21 日，我国三黄鸡批发平均价为 15.5 元/公斤，同比下降 11.1%，较 5 月初低点回升 1.1%。2025 年 1-10 月份，黄羽鸡龙头温氏股份、立华股份和湘佳股份毛鸡月度销售均价同比先震荡回落后逐步回升。

图 20：我国三黄鸡批发平均价（元/公斤）



图 21：黄羽鸡龙头毛鸡月度销售均价（元/公斤）



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2.2.2 预计鸡饲料价格或将低位运行

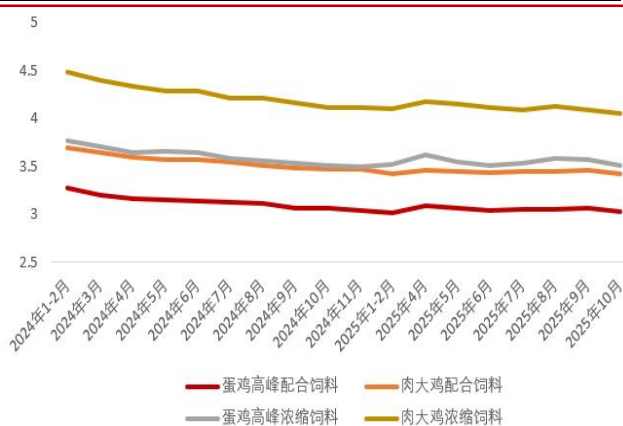
2025 年 1-11 月我国主要鸡饲料产品价格先震荡回升后逐步回落。截至 2025 年 11 月 12 日，我国肉鸡、蛋鸡饲料市场平均价分别为 3.07 元/公斤和 2.62 元/公斤，分别同比下跌 9.7%和 6.8%，分别较年中高点回落 6.1%和 5.1%。根据中国饲料工业协会数据，2025 年 1-10 月，我国蛋鸡高峰配合饲料、肉大鸡配合饲料、蛋鸡高峰浓缩饲料、肉大鸡浓缩饲料价格均略有震荡回落。展望 2026 年，从饲料主要原料玉米、豆粕等全球供需格局来看，预计供给偏宽松，预计饲料价格或将在低位运行。

图 22：我国肉鸡蛋鸡饲料市场平均价格（元/公斤）

图 23：我国主要鸡饲料产品月度均价（元/公斤）



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所



数据来源: 中国饲料工业协会, 东莞证券研究所

2.2.3 预计 2026 年上半年供给仍较充足

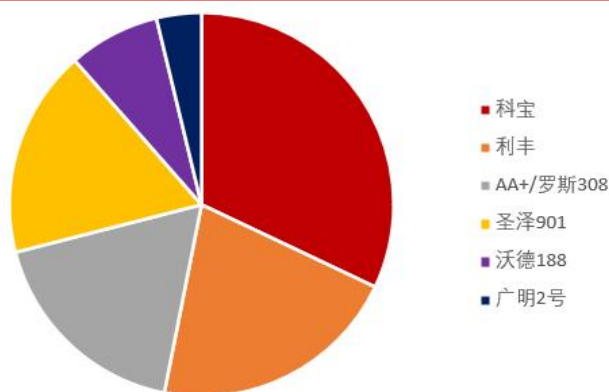
2025 年我国白羽肉鸡祖代引种量同比有所下降, 将逐步传导至商品代。据 Mysteel 农产品数据统计, 2024 年, 全国白羽肉鸡祖代引种更新总量为 157.46 万套, 同比增长 23.13%。2025 年 1-9 月份, 白羽肉鸡祖代引种更新总量为 87.35 万套, 同比减少 20.01%; 其中引种更新量占比最高的是科宝品牌, 占比 32.05%; 利丰、AA+/罗斯 308、圣泽 901、沃德 188、广明 2 号等品种占比分别为 21.06%、17.89%、17.52%、7.69%和 3.78%。2025 年 1-9 月份, 全国父母代鸡苗销量(企业外销+自用)累计 5992.38 万套, 同比增长 15.38%, 预计 2026 年上半年商品代鸡苗供应仍处于高位。根据白羽肉鸡饲养周期, 2025 年 1-9 月白羽肉鸡祖代引种减少将逐步传导至父母代环节, 预计 2026 年下半年商品代产能的持续扩张将受到制约。

图24: 我国白羽肉鸡祖代引种更新量及其同比(万套, %)



数据来源: 钢联数据, 东莞证券研究所

图25: 2025年1-9月我国白羽肉鸡祖代引种更新量占比(%)

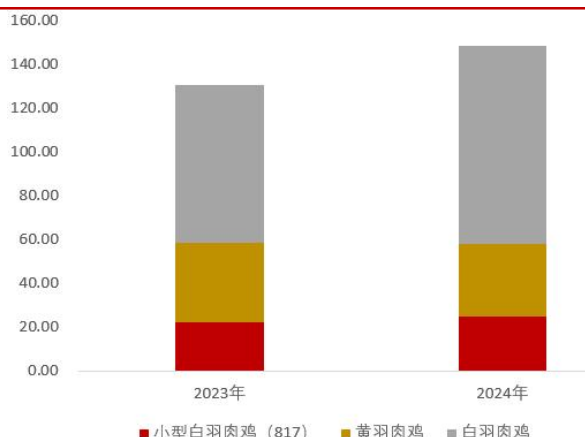


数据来源: 钢联数据, 东莞证券研究所

预计我国黄羽肉鸡供给相对充足。根据中国畜牧业协会监测数据, 2024 年我国黄羽肉鸡累计出栏量 33.34 亿只, 同比下降 7.3%, 出栏量占我国肉鸡总出栏量比例 22.5%, 较 2023 年下降约 5.1 个百分点, 主要是由于白羽鸡对黄羽鸡存在一定替代效应。根据现代畜牧网, 2025 年第 32 周(8 月份)数据表明, 我国黄羽在产祖代存栏量为 156.4 万套, 处于 2021 年以来同期的最高水平; 在产父母代存栏量为 1390 万套, 同比增长 5.7%, 达到 2023 年以来的高位。预计 2026 年上半年黄羽肉鸡供应

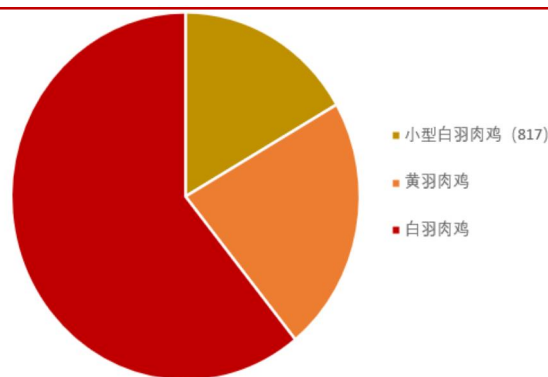
相对充足。

图 26：我国肉鸡出栏量（亿只）



数据来源：中国畜牧业协会，东莞证券研究所

图 27：2024 年我国肉鸡出栏量占比（%）



数据来源：中国畜牧业协会，东莞证券研究所

2.3 饲料

2.3.1 我国饲料总产量有望保持回升

我国饲料总产量有望保持回升。2024年，我国饲料总产量同比有所下降。进入2025年以来，我国饲料总产量有所回升。根据中国饲料工业协会数据，2025年上半年，全国工业饲料总产量15850万吨，同比增长7.7%。其中，配合饲料、添加剂预混合饲料产量分别为14807万吨、342万吨，同比分别增长8.1%、6.9%，浓缩饲料产量为614万吨，同比下降1.5%。2025年7-10月，全国工业饲料总产量分别达到2831万吨、2936万吨、3036万吨和2907万吨，分别同比增长5.5%、3.8%、5.0%和3.6%。在反内卷政策推动下，下游养殖业景气度有望逐步回升，上游饲料业产量有望保持回升。

图 28：我国饲料分品类产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

图 29：我国饲料总产量及其同比增速（万吨，%）



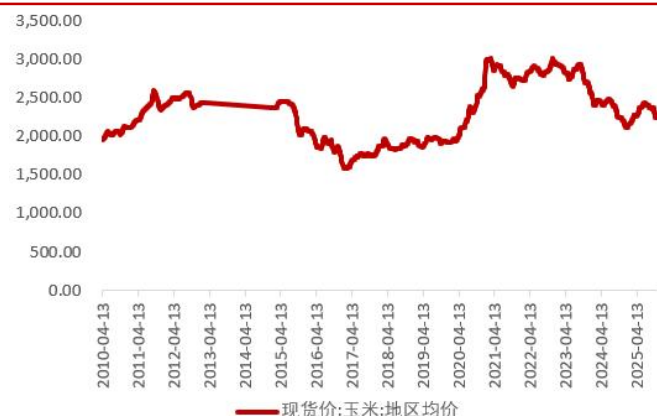
资料来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

2.3.2 饲料原材料价格较年初低点有所回升

2025 年 1-11 月，我国玉米、豆粕价格先回升后回落。2025 年 1-11 月（截至 2025 年 11 月 24 日），我国玉米现货价由年初低点 2115.59 元/吨先回升至 2436.86 元/吨，后逐步回落。截至 2025 年 11 月 24 日，我国玉米现货价约为 2300.88 元/吨，同比回升 4.1%，较年中高点回落 5.6%。2025 年 1-11 月（截至 2025 年 11 月 21 日），我

国豆粕现货价先由年初的低点 2862 元/吨回升至 3872 元/吨，后逐步回落；截至 2025 年 11 月 21 日，我国豆粕现货价约为 3070 元/吨，同比回升 1.8%，较 2 月份高点回落 20.7%。

图30：我国玉米现货价（元/吨）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图31：我国豆粕现货价（元/吨）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

展望后市：

（1）**全球玉米价格。**根据美国农业部 2025 年 11 月全球农产品供需报告预测，预计 2025/26 年度全球玉米产量 12.86 亿吨，同比增产约 4.51%；总消费量 12.96 亿吨，同比增长 3.34%；期末库存 2.81 亿吨，同比下降 3.54%；库存消费比 21.7%，较 9 月下降 0.1 个百分点；预计 2024/25 年度全球玉米产需缺口 1031 万吨，因期末库存较高，预计 2025/26 年度全球玉米整体供给偏宽松，价格回升空间受限。

表 1：美国农业部 2025 年 11 月全球玉米供需平衡表（百万吨）

2025/26 年度		期初库存	产量	进口量	国内压榨量	国内总用量	出口量	期末库存	库存消费比
全球	9 月	284.18	1286.58	193.2	810.51	1289.36	201.71	281.4	21.8%
	11 月	291.66	1286.23	191.12	812.55	1296.54	203.47	281.34	21.7%
美国	9 月	33.66	427.11	0.64	154.95	332.25	75.57	53.58	16.1%
	11 月	38.91	425.53	0.64	154.95	332.25	78.11	54.71	16.5%
巴西	9 月	8.83	131	1.6	65.5	95	43	3.43	3.6%
	11 月	10.43	131	1.6	66	96.5	43	3.53	3.7%
阿根廷	9 月	2.78	53	0.01	11.2	15.6	37	3.19	20.4%
	11 月	4.58	53	0.01	12	16.4	37	4.19	25.5%
乌克兰	9 月	1.06	32	0.01	5.5	6.43	25.5	1.15	17.9%
	11 月	1.04	32	0.01	6	7	24.5	1.55	22.1%
俄罗斯	9 月	0.91	14.1	0.05	10	11.1	3	0.96	8.6%
	11 月	0.91	14.1	0.05	10	11.1	3	0.96	8.6%
欧盟	9 月	6.28	55.3	23	56.8	76.9	1.8	5.88	7.6%
	11 月	6.19	55.75	21	55.2	75.3	1.8	5.84	7.8%
东南亚	9 月	2.84	31.26	21.5	41.6	52.2	0.57	2.84	5.4%
	11 月	2.77	31.33	21.3	41.5	52.1	0.57	2.74	5.3%
中国	9 月	193.09	295	10	239	321	0.02	177.07	55.2%
	11 月	191.93	295	8	239	321	0.02	173.91	54.2%

资料来源：USDA，东莞证券研究所

（2）**中国玉米价格。**根据农业农村部 2025 年 11 月中国农产品供需形势分析报告，

本月预测 2025/26 年度中国玉米种植面积 44873 千公顷，较 2024/25 年度增加 132 千公顷，增幅 0.3%；预计总产量 3.0 亿吨，较 2024/25 年度增长 1.7%。需求方面，预计 2025/26 年度玉米消费量 2.99 亿吨，较 2024/25 年度增长 0.39%。进出口方面，国内玉米产需缺口进一步缩小，预计玉米进口量减少至 600 万吨。预计 2025/26 年度国内玉米产区批发均价可能在 2300-2600 元/吨，进口玉米到岸税后均价可能在 2250-2350 元/吨。根据汇易网 11 月预测数据，2025 年中国玉米期末库存量约为 1.97 亿吨，同比增长 3.8%；库销比约为 67.5%；且这两大指标均处于近五年高位，库存相对充足。预计 2025/26 年度我国玉米供需格局总体偏宽松，预计我国玉米价格回升空间受限。

表 2：2025 年 11 月中国玉米供需平衡表

	2023/24	2024/25（11 月估计）	2025/26（10 月预测）	2025/26（11 月预测）
产量（万吨）	28884	29492	29616	30000
进口（万吨）	2341	183	600	600
消费（万吨）	29500	29786	29969	29902
出口（万吨）	1	1	1	1
结余变化（万吨）	1724	-112	246	697
国内玉米产区批发均价（元/吨）	2379	2159	2300-2600	2300-2600
进口玉米到岸税后均价（元/吨）	2142	2141	2250-2350	2250-2350

资料来源：农业农村部《2025 年 11 月中国农产品供需形势分析》，东莞证券研究所

备注：玉米市场年度为当年的 10 月至次年 9 月

（3）全球大豆。根据美国农业部 2025 年 11 月全球农产品供需报告预测，2025/26 年度全球大豆产量 4.22 亿吨，同比减产 1.3%；总消费量 4.22 亿吨，同比增加 2.1%；全球大豆期末库存 1.88 亿吨，同比减少 1.1%；库存消费比 28.9%，较 9 月下降 0.4 个百分点；预计 2025/26 年度全球大豆产需盈余 21 万吨，加上库存较高，整体供给维持宽松，价格回升空间受限。

表 3：美国农业部 2025 年 11 月全球大豆供需平衡表（百万吨）

2025/26 年度		期初库存	产量	进口量	国内压榨量	国内总用量	出口量	期末库存	库存消费比
全球	9 月	123.58	425.87	186.21	366.63	423.89	187.78	123.99	29.3%
	11 月	123.34	421.75	186.41	364.98	421.54	187.97	121.99	28.9%
美国	9 月	8.98	117.05	0.54	69.54	72.54	45.86	8.17	11.3%
	11 月	8.61	115.75	0.54	69.54	72.53	44.5	7.89	10.9%
阿根廷	9 月	24.05	48.5	7.2	42.4	49.9	6	23.85	47.8%
	11 月	23.1	48.5	7.7	41	48.2	8.25	22.85	47.4%
巴西	9 月	36.21	175	0.35	58	62.3	112	37.26	59.8%
	11 月	36.81	175	0.35	59	63.3	112.5	36.36	57.4%
中国	9 月	43.48	21	112	108	133	0.1	43.38	32.6%
	11 月	44.49	21	112	108	133	0.1	44.39	33.4%
欧盟	9 月	1.88	2.77	14.3	15.3	16.82	0.3	1.83	10.9%
	11 月	1.54	2.79	14.3	15.3	16.82	0.3	1.51	9.0%
东南亚	9 月	1.2	0.42	10.9	5.91	11.31	0.02	1.2	10.6%
	11 月	1.19	0.42	10.7	5.71	11.11	0.02	1.18	10.6%

墨西哥	9 月	0.54	0.25	6.7	6.8	6.89	0.01	0.6	8.7%
	11 月	0.55	0.28	6.7	6.8	6.89	0.01	0.63	9.1%

资料来源：USDA，东莞证券研究所

（4）**中国大豆**。根据农业农村部 2025 年 11 月中国农产品供需形势分析报告，本月预测 2025/26 年度中国大豆种植面积 10424 千公顷，较 2024/25 年度增加 1%；大豆单产达到每公顷 2005 公斤，较 2024/25 年度增长 0.25%；大豆产量达到 2090 万吨，较 2024/25 年度增产 1.2%。预计 2025/26 年度中国大豆进口量 9580 万吨，较 2024/25 年度减少 12.4%；预计大豆消费量 1.14 亿吨，较 2024/25 年度下降 3.72%。预计 2025/26 年度国产大豆销区批发均价可能在 4600-5000 元/吨，进口大豆到岸税后均价在 3700-4000 元/吨，价格中枢比 2024/2025 略高一点。

表 4：2025 年 11 月中国大豆供需平衡表

	2023/24	2024/25（11 月估计）	2025/26（10 月预测）	2025/26（11 月预测）
产量（万吨）	2084	2065	2109	2090
进口（万吨）	10475	10937	9580	9580
消费（万吨）	11694	11856	11415	11415
出口（万吨）	7	8	15	15
结余变化（万吨）	858	1138	259	240
国产大豆销区批发均价（元/吨）	5004	4475	4600-5000	4600-5000
进口大豆到岸税后均价（元/吨）	4084	3781	3700-4000	3700-4000

资料来源：农业农村部《2025 年 11 月中国农产品供需形势分析》，东莞证券研究所

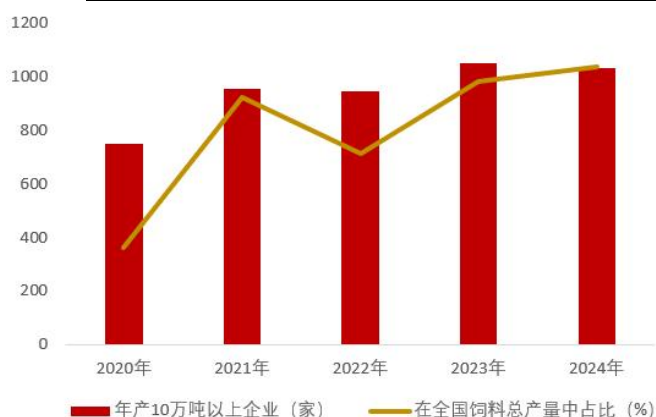
备注：大豆市场年度为当年的 10 月至次年 9 月

2.3.3 规模化和集中度不断上升

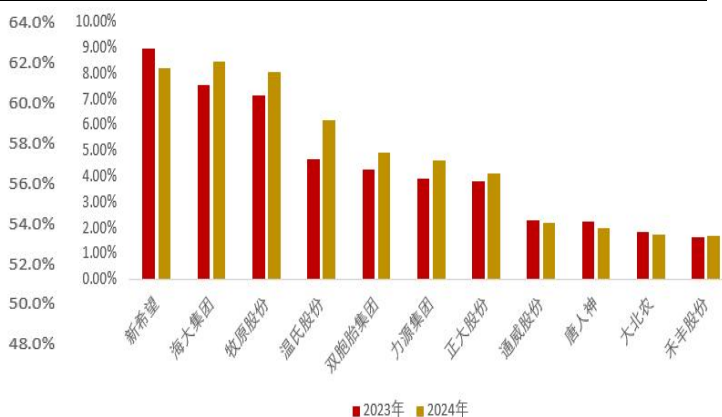
我国饲料行业规模化和集中度不断上升。根据中国饲料工业协会数据，2024 年全国 10 万吨以上规模饲料生产厂 1032 家，较 2020 年上升 37.8%；合计饲料产量 19468.3 万吨，较 2020 年提升 45.8%；在全国饲料总产量中的占比为 61.8%，较 2020 年提高 9 个百分点。2024 年，年产量超过 50 万吨的饲料生产厂有 11 家，较 2020 年增加 2 家；年产百万吨以上规模饲料企业集团 34 家，较 2020 年增加 1 家；合计饲料产量占全国饲料总产量的 55.0%，比 2020 年提升 0.4 个百分点；其中年产量超过 1000 万吨的企业集团有 7 家，较 2020 年增加 4 家。数据表明，我国饲料行业规模化程度不断上升。集中度方面，2024 年，我国饲料产业前三大龙头产量占比约为 24.66%，较 2021 年提升了约 4.5 个百分点，龙头集中度持续上升。但与德国、日本 CR3 在 30% 以上的集中度相比，我国饲料龙头的集中度还有较大提升空间。

图 32：我国年产 10 万吨以上饲料企业数量及其产量占比（家，%）

图 33：2023-2024 年我国饲料龙头产量占比（%）



资料来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所



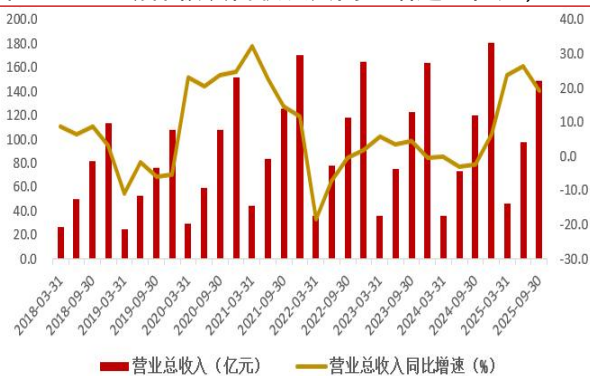
资料来源：wind，双胞胎集团官网，新猪派，东莞证券研究所

2.4 动保

2.4.1 业绩增速有所回升

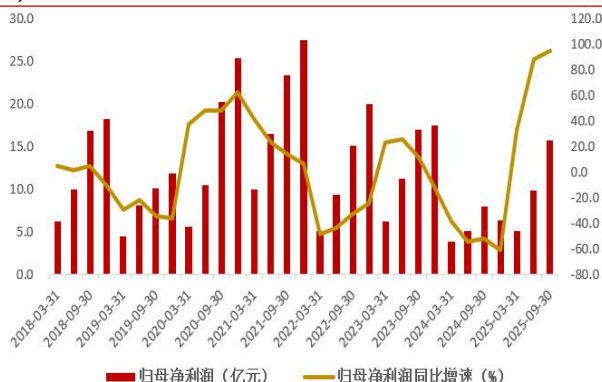
SW 动保板块业绩有所回升。2025 年前三季度，SW 动保板块实现营业总收入 1494 亿元，同比增长 19.1%；实现归属于母公司股东的净利润 15.7 亿元，同比增长 95.4%。2025Q3，SW 动保板块分别实现营业总收入和归母净利润 52.06 亿元和 5.86 亿元，分别同比增长 7.2%和 107.6%，业绩同比增速有所回升主要得益于部分公司销量增长、费用率下降及公允价值变动净收益增加等。

图 34：SW 动保板块营收及其同比增速（亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 35：SW 动保板块归母净利润同比增速（亿元，%）



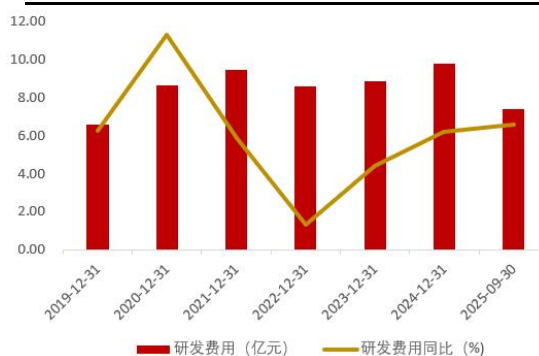
资料来源：wind，东莞证券研究所

2.4.2 研发投入增速有所回升

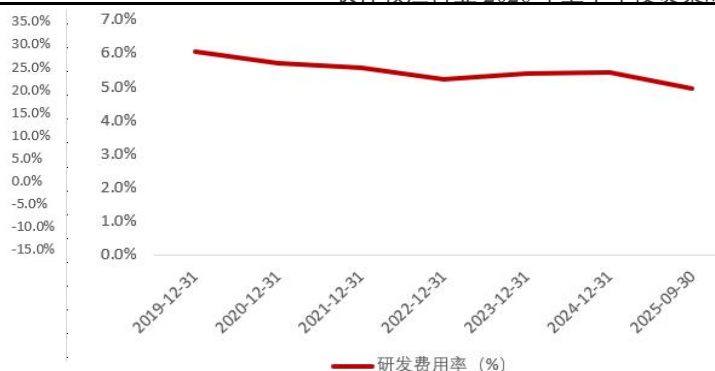
研发投入保持较快增长。保持研发投入与重磅产品的持续推出，是动保企业保持持续增长的驱动力。2025 年前三季度，SW 动保板块研发费用约为 7.42 亿元，同比增长 12.5%，增速同比提升 1.7 个百分点。

图 36：SW 动保板块研发费用及其同比增速（亿元，%）

图 37：SW 动保板块研发费用率（%）



资料来源: wind, 东莞证券研究所



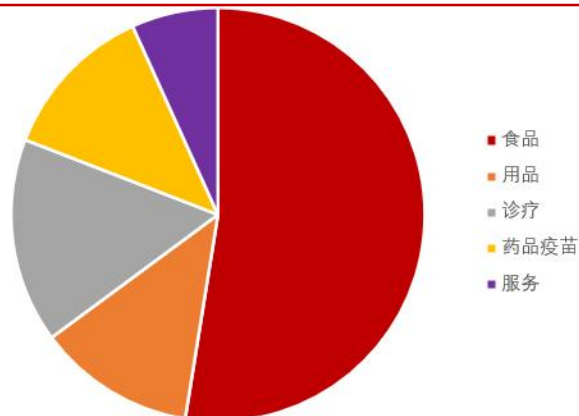
资料来源: wind, 东莞证券研究所

2.4.3 宠物医疗市场有望保持上升

我国宠物医疗市场有望保持较快增长。根据《2025 年中国宠物行业白皮书》数据，2024 年，我国宠物医疗（包含诊疗、疫苗和药品）消费市场规模达 855.6 亿元，同比增长 7.5%，2018-2024 年 CAGR 约为 16.7%，占宠物行业整体消费市场规模的比例由 2018 年的 19.8% 提升至 28.5%。宠物医疗是我国宠物消费领域第二大市场，仅次于宠物食品。未来随着宠物消费市场规模的扩大，宠物医疗市场有望保持较快增长。

图 38: 中国宠物医疗市场规模及其同比增速（亿元，%）

图 39: 我国宠物行业 2024 年消费结构（%）



资料来源: 《2021-2025 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

资料来源: 《2025 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

2.5 宠物

2.5.1 我国宠物食品出口量保持增长

我国宠物食品出口数量保持增长。2025 年 1-9 月，我国零售包装的狗食或猫食饲料累计出口额 10.57 亿美元，同比下降 3.74%；其中零售包装狗食或猫食饲料的罐头累计出口额 0.75 亿美元，同比增长 26.48%；其他零售包装的狗食或猫食饲料累计出口额 9.82 亿美元，同比下降 5.47%。从出口数量来看，2025 年 1-9 月，我国零售包装的狗食或猫食饲料累计出口数量 26.09 万吨，同比增长 7.56%；其中零售包装狗食或猫食饲料的罐头累计出口数量 3.40 万吨，同比增长 18.56%；其他零售包装的狗食或猫食饲料累计出口数量 22.69 万吨，同比增长 6.08%。从出口价格来看，2025 年 1-9 月，零售包装狗食或猫食饲料的罐头出口均价为 2.21 美元/千克，同比增长 6.7%；其他零售包装的狗食或猫食饲料出口均价 4.33 美元/千克，同比下降 10.9%。

图 40：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额累计值及其同比增速（万美元，%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 41：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口数量累计值及其同比增速（吨，%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2.5.2 国内宠物市场有望保持较快增长

我国宠物市场规模有望保持快速增长。根据历年《中国宠物行业白皮书》，2018–2024 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模由 1708 亿元增长至 3002 亿元，CAGR 约为 9.9%；其中城镇宠物犬消费市场规模由 1056 亿元增长至 1557 亿元，CAGR 约为 6.7%；城镇宠物猫消费市场规模由 652 亿元增长至 1445 亿元，CAGR 约为 14.2%。预计到 2027 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模有望达到 4042 亿元，其中城镇宠物犬和猫消费市场规模分别有望达到 1891 亿元和 2151 亿元。

图 42：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）

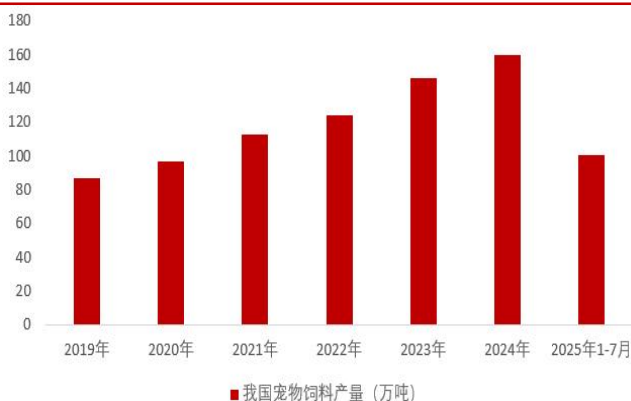


资料来源：《2022–2025 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物饲料产量保持快增。受益于国内宠物产业持续扩容，我国宠物饲料产量持续增长。根据中国饲料工业协会数据，2024 年，我国宠物饲料产量达到 159.9 万吨，同比增长 9.3%，2019–2024CAGR 约为 12.9%。2025 年 1–7 月份，我国宠物饲料产量达到 100.6 万吨，同比增长 14.5%，保持快速增长。

图 43：我国宠物饲料产量（万吨）

图 44：我国宠物饲料单月产量同比增速（%）



数据来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所



数据来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

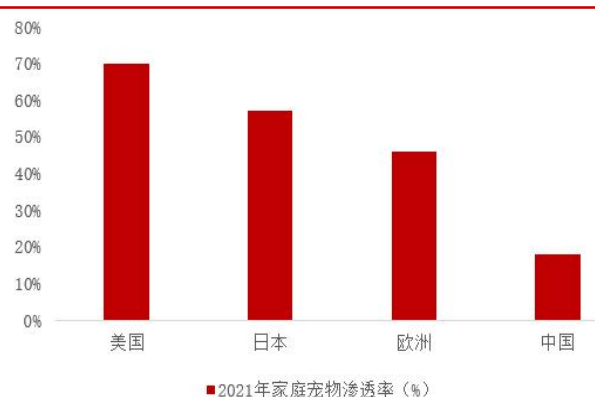
目前我国养宠渗透率远低于海外，未来还有较大提升空间。根据艾瑞咨询测算，2023 年国内宠物犬家庭渗透率约为 17.8%，预计 2026 年有望达到 19.4%；2023 年国内宠物猫家庭渗透率约为 16.4%，预计 2026 年有望达到 18.6%。2021 年美国、日本及欧洲宠物渗透率分别达到 70%、57%和 46%。与国际成熟市场相比，目前我国养宠渗透率还较低。未来随着我国经济发展、人均收入提升，我国养宠渗透率有望不断上升，有望带动我国宠物消费市场保持增长。

图 45：中国宠物犬猫家庭渗透率（%）



数据来源：艾瑞咨询《2024年中国宠物行业研究报告》，东莞证券研究所

图 46：我国养宠渗透率与欧美日相比（%）

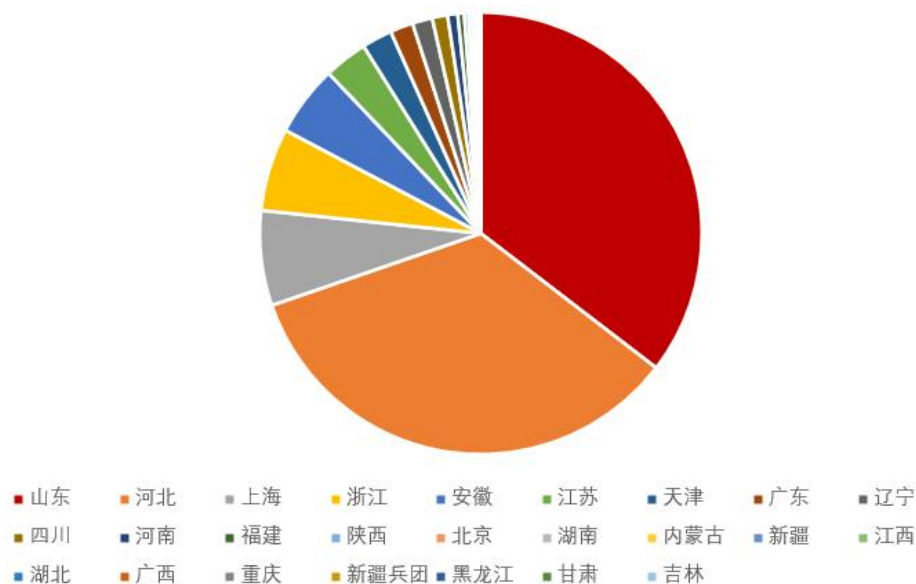


数据来源：京东《2022年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

2.5.3 我国宠物产业集群化发展 行业集中度还较低

我国宠物产业集群化发展。近年来，我国部分地方政府积极投身宠物产业园区的规划与建设。经过发展，我国宠物产业集群效应显著。2024 年，河北、山东宠物饲料产量占全国总产量的比例分别达到 36.1%和 30.7%，合计占比接近 70%；长三角宠物饲料产量占比约为 21%；天津、广东、辽宁、四川等地宠物饲料产量占比在 1%-2.5%，也正在加快发展步伐。目前，国内各宠物产业集群地已形成涵盖研发、生产、检测、销售等全产业链优势。

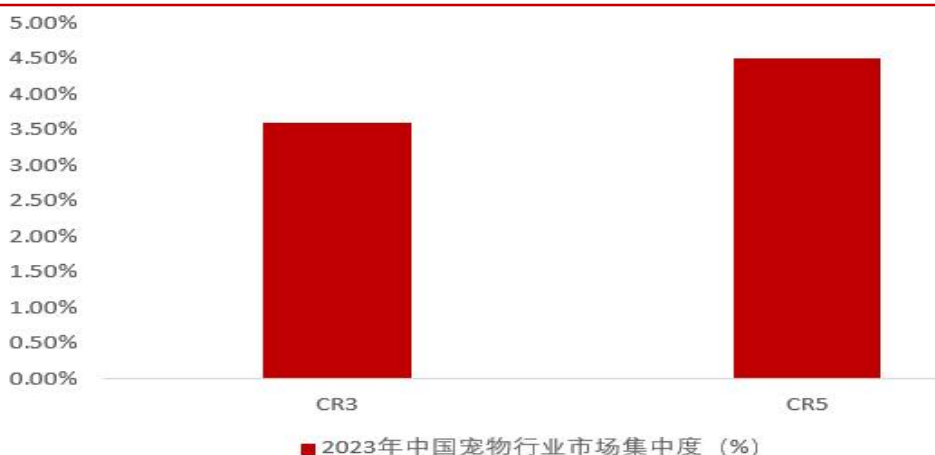
图 47：2024 年我国各省市宠物饲料产量占比（%）



数据来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

我国宠物行业集中度还较低。我国宠物行业竞争者较多，目前包括乖宝宠物、中宠股份等本土知名宠物企业，同时其他小微型宠物行业企业数量众多。2023 年，我国宠物行业 CR3 和 CR5 分别达到 3.6% 和 4.5%，竞争格局较为分散，未来优质宠物龙头的集中度还有很大提升空间。

图 48：2023 年我国宠物行业企业集中度（%）



数据来源：前瞻产业院《洞察 2024：中国宠物行业竞争格局及市场份额》，东莞证券研究所

3. 投资建议

维持对行业的超配评级。目前行业整体估值依然处于历史相对低位，维持对行业的超配评级。各细分板块展望：（1）**生猪养殖**：我国能繁母猪存栏量自 2024 年 12 月开始逐步去化。截至 2025 年 9 月末，我国能繁母猪存栏量达到 4035 万头，较 2024 年 11 月末去化了 1.1%；9 月末能繁母猪存栏量是正常保有量 3900 万头的 103.5%，接近产能调控绿色区域（即正常保有量的 92%~105%）上限。目前我国能繁母猪存栏量仍处历史相对高位，未来仍有较大去化空间。根据我国能繁母猪存栏量变化情况

进行推算，预计 2026 年我国生猪出栏量有望逐步回落，生猪价格有望逐步回升，生猪养殖盈利有望逐步回升。（2）**肉鸡养殖**：白羽鸡：2024 年，全国白羽肉鸡祖代引种更新总量为 157.46 万套，同比增长 23.13%。2025 年 1-9 月份，白羽肉鸡祖代引种更新总量为 87.35 万套，同比减少 20.01%；预计 2026 年上半年商品代鸡苗供应仍处于高位。根据白羽肉鸡饲养周期，2025 年 1-9 月白羽肉鸡祖代引种减少将逐步传导至父母代环节，预计 2026 年下半年商品代产能的持续扩张将受到制约。黄羽鸡方面，我国黄羽鸡在产祖代存栏量处于高位，预计 2026 年上半年黄羽鸡供应量相对充足。（3）**饲料**：2025 年我国饲料总产量同比有所回升，预计 2026 年有望保持回升。预计 2026 年饲料原料成本压力整体可控，行业规模化和集中化不断上升，行业龙头国内集中度仍有提升空间，国际化正在推进的路上。（4）**动保**：2025 前三季度业绩有所回升，保持较快研发投入，不断增强产品创新能力。我国宠物医疗市场有望保持较快增长，有望带动动保行业新的增长动力。（5）**宠物**：我国宠物食品出口数量有望保持增长，全球宠物市场仍有增长空间。国内宠物市场未来仍有较大扩容空间。我国宠物产业在各地政策推动下集群化发展。目前我国宠物行业集中度还较低，国产龙头仍大有可为。个股方面可重点关注：牧原股份（002714）、温氏股份（300498）、圣农发展（002299）、立华股份（300761）、海大集团（002311）、中牧股份（600195）、生物股份（600201）、瑞普生物（300119）、中宠股份（002891）、乖宝宠物（301498）、源飞宠物（001222）等。

表 5：重点公司盈利预测及投资评级（2025/11/21）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
002714	牧原股份	47.89	3.27	3.42	4.02	14.63	13.99	11.90	买入	维持
300498	温氏股份	17.36	1.39	1.09	1.60	12.51	15.99	10.87	买入	维持
002299	圣农发展	16.03	0.58	1.09	1.20	27.51	14.71	13.36	买入	维持
300761	立华股份	19.99	1.82	1.02	2.02	11.00	19.55	9.90	买入	维持
002311	海大集团	59.40	2.71	3.02	3.46	21.94	19.68	17.15	买入	维持
600195	中牧股份	7.59	0.07	0.24	0.30	109.34	31.63	25.44	买入	维持
600201	生物股份	11.76	0.10	0.17	0.25	119.96	71.27	48.00	买入	维持
300119	瑞普生物	19.41	0.65	0.99	1.16	30.00	19.67	16.73	买入	维持
002891	中宠股份	54.99	1.29	1.52	1.90	42.50	36.29	28.88	买入	维持
301498	乖宝宠物	67.16	1.56	1.80	2.30	43.05	37.21	29.14	买入	维持
001222	源飞宠物	24.19	0.86	0.95	1.15	28.11	25.38	20.97	买入	维持

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

4. 风险提示

（1）非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模爆发。发生疾病传播会给相关企业带来重大经营风险，企业将面临疫病引致的产量下降、盈利下降，甚至亏损等风险。

（2）生猪、肉鸡等农产品价格下行。若猪肉、鸡肉等农产品价格大幅下降，相关公

司经营业绩将受到不良影响。

（3）自然灾害。农产品极易受到天气等因素影响。如果发生较为严重的自然灾害，则会直接影响农产品的收成，进而对销量产生不利影响。

（4）市场竞争加剧。由于行业中的中小农户较多，竞争相对激烈。

（5）转基因商业化推广不及预期。

（6）贸易摩擦加剧。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn