

2025 年 11 月 20 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

雷轶

SAC: S1350524110001

leiyi@huayuanstock.com

冯佳文

SAC: S1350524120003

fengjiawen@huayuanstock.com

顾超

SAC: S1350524110005

guchao@huayuanstock.com

联系人

李冉

liran02@huayuanstock.com

板块表现：



猪价持续弱势，去化逻辑或逐步加强

——农林牧渔行业周报（20251110-20251114）

投资要点：

➤ 生猪：猪价持续弱势，去化逻辑或逐步加强

本周板块震荡为主，德康农牧领涨（环比上周+9%）。10月能繁降幅扩大，生猪期货远月上涨，股票市场未有反应，对现金流亏损时间较短带来的去化存疑，协会数据显示10月重点种猪企业二元母猪存栏环比+0.2%，同比增长9.0%，后备母猪存栏环比增1.1%，同比增2.1%。本周猪价11.85元/kg（涌益）、全行业亏损，均重上涨至128kg；预计后续猪价压力较大，叠加冬季疫病影响，去化逻辑或逐步加强。

行业政策深刻转型，积极寻找解决方案型企业。9月16日农业部会同发改委召集25家生猪企业召开生猪产能调控座谈会，贯彻中央一号文件要求、推动生猪产能调控措施落实落地。行业政策转向“保护农民权益与激活企业创新”，未来的成长股或更考量科技含量和兼顾农民利益、模式创新、调动既有生产要素的能力。展望明年，产能调控政策影响下，猪价或提前止跌回升，叠加上市公司成本或将持续下降，盈利能力或有持续较好表现。

产能调控政策方向明确，产业高质量发展势在必行。我们认为，政策维护猪价稳定的决心坚定，行业产能调控力度或继续加大。且行业经营方差显著，成本领先、联农带农的企业或将享受超额利润与估值溢价。推荐“平台+生态”模式代表、技术驱动、服务型的生态平台公司德康农牧，建议重点关注优质生猪养殖龙头牧原股份、温氏股份等，以及天康生物、邦基科技、立华股份、中粮家佳康、京基智农、金新农等。

➤ 肉鸡：“高产能、弱消费”矛盾持续，龙头份额或提升

11月16日烟台鸡苗报价3.60元/羽，环比+2.9%，同比-18.2%；毛鸡价格3.50元/斤，环比+1.5%，同比-7.9%。

2025年白羽鸡行业“高产能、弱消费”矛盾持续，亏损倒逼种鸡场缩减产能，出现“抽毛蛋”现象，产业链一体化企业以及合同订单养殖企业或进一步扩大市占率。

2条主线关注ROE改善且有持续性的标的。①优质进口种源龙头，因产业链环节、品种等要素存在超额利润，重点关注益生股份；②全产业链龙头，养殖盈利不受上游挤压，下游食品资产优质，重点关注圣农发展。

➤ 饲料：推荐海大集团

本周水产品价格略有下跌，普水中草鱼、鲫鱼、鲤鱼、罗非鱼同比+4%/-7%/-11%/-26%，环比-1.9%/-6.4%/-0.7%/+7.2%，特水中叉尾、生鱼、加州鲈、白对虾同比+27%/-21%/-15%/-11%，环比+0.3%/-0.7%/-4.4%/+6.6%。

推荐【海大集团】：国内行业回暖+24年管理效果显现+产能利用率提升，量利增长；

出海价值链模式已跑通，目前加快产能建设，有望超预期增长。关注公司经营管理拐点、市占率提升+海外高成长，继续重点推荐。

➤ **宠物：头部品牌优势明显，行业集中度持续提升**

2025 年天猫全周期宠物类目排行榜出炉，宠物品牌总榜中前 5 品牌变化较小，强者恒强，其中【鲜朗】上升至第一，乖宝旗下【麦富迪】、【弗列加特】位居前三。前 20 中仅有 3 个品牌新上榜，分别为【许翠花】（依依）、【领先】（中宠）、【皇家处方粮】。

乖宝：表现强势，【麦富迪】分别获得品牌总榜/猫主粮/狗主粮/猫零食/狗零食的第 2/第 8/第 1/第 1/第 1。【弗列加特】从 2023 年品牌总榜的第 19 跃升至第 3，猫主粮品牌榜第 2。

中宠：排名快速提升中，【领先】首度上榜，分别获得品牌总榜/猫主粮/猫零食的第 13/第 10/第 8。【顽皮】品牌总榜虽未上榜，但旗舰店在全店铺榜中上榜，排名第 19，并获得猫零食/狗零食品牌的第 2/第 5。

佩蒂旗下【爵宴】获得狗零食品牌榜第 2。

依依拟收购标的【许翠花】强势突破，首度跻身总品牌榜第 8，猫狗用品品牌榜第 1。

宠物食品格局变化：目前行业演变成一超多强的局面，头部公司因优势断层领先，但头部品牌之间因差距缩小，竞争加剧，价格竞争、营销加大导致利润率或承压，但销售增速维持高增。

宠物主粮行业具有马太效应，竞争的尽头胜出的大概率是目前的行业龙头，因为宠物主粮具有个性化需求低、产品效果短期难以验证、需要长期的消费者心智建设的特点，一旦品牌信赖度建成，理论上是高粘性、高复购的产品。另外，24 年宠物食品的 CR5 仅 19%，仍给予头部公司较大的成长空间，因此竞争越激烈，头部公司的收入增速或将能维持高增，行业集中度或将提升越快，我们预计未来 5 年内 CR5 有望达到近 40%。

宠物行业有别于化妆品行业，化妆品由于个性化需求属性高、切换成本低、潮流属性高，天猫排行榜上的国产品牌几乎几年一变，化妆品品牌“烧钱”营销的尽头并不一定能成为龙头品牌。宠物品牌有别于成熟的消费品类目下的新兴品牌，品类本身集中度较高且龙头稳固，新兴品牌凭借社交媒体营销能迅速成长，但始终难以撼动头部品牌，因此增长可持续性不确定。相比之下，宠物食品赛道仍具有较大的投资机会，因为行业龙头已初具雏形，未来或将继续强化，有望维持高增长。推荐出海高速发展、自主品牌表现崛起的中宠。持续关注估值仍在低位且积极布局内销品牌的源飞宠物、佩蒂股份；关注依依股份的收购推进；长期看好自主品牌表现优秀的乖宝。

➤ **农产品：USDA 报告未超预期，豆粕向上驱动弱化**

美国农业部发布 11 月供需报告，此次报告单产和产量均有小幅下调，但基本符合预期，且受阿根廷前期取消出口税抢份额以及当前美豆出口性价比不高影响，USDA 将出口下调 0.5 亿蒲，当前市场利多预期已充分交易，因此报告发出后美豆大幅下跌、基本抹平本周涨幅、14 日收于 1122.5 美分/蒲式耳。国内市场受成本端抬升推涨，但国内大豆库存高位、供应仍较为充足。下游饲料企业库存较高需求有限，后

续国内进口大豆远期供应缺口预计修复，粕类市场进一步上涨动力或将减弱。

- **投资建议：**农业作为国之根本，是少有的“国内供应不足、过去几年处于价格下降、资产价格底部并有资本退出”的行业，我们认为“对抗型资产溢价”+“产业逻辑相对独立且通顺”+“保护农民收入需要”+“板块估值整体处于历史低位”等多重属性使得板块配置价值明显上升，本次农业股的上涨或经历三个阶段：情绪刺激→产业逻辑演绎→周期上行带动 EPS、PE 双击，目前或处于第二阶段早期。
- **风险提示。**养殖产品价格波动风险、突发大规模不可控疫病、重大食品安全事件、宏观经济系统性风险、极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价。

内容目录

1. 板块观点	7
1.1. 生猪	7
1.2. 肉禽	7
1.3. 饲料	7
1.4. 宠物	8
1.5. 农产品	8
2. 市场与价格情况	9
2.1. 行情表现	9
2.2. 行业新闻	11
2.3. 价格表现	12
3. 风险提示	17

图表目录

图表 1: 沪深 300 指数收于 4628 点	9
图表 2: 沪深 300 的 PE/PB 为 14.83/1.58	9
图表 3: 农业指数收于 3050 点	9
图表 4: 农业 PE/PB 为 24.65/2.66	9
图表 5: 申万一级行业指数一周涨跌幅	10
图表 6: 农林牧渔细分板块一周涨跌幅	10
图表 7: 养殖业收于 3288 点	10
图表 8: 宠物食品收于 1959 点	10
图表 9: 饲料收于 4769 点	11
图表 10: 种植业收于 2728 点	11
图表 11: 水产收于 857 点	11
图表 12: 动保收于 4892 点	11
图表 13: 生猪/仔猪/猪肉价格	12
图表 14: 二元母猪价格	12
图表 15: 自繁自养利润为-115 元/头	13
图表 16: 外购仔猪养殖利润为-206 元/头	13
图表 17: 统计局三季度末生猪存栏 43680 万头（单位：万头）	13
图表 18: 9 月行业能繁母猪存栏 4035 万头（单位：万头）	13
图表 19: 冻品库存为 17.50%	13
图表 20: 屠宰企业开工率（10 月）为 48.81%	13
图表 21: 9 月猪肉进口 8 万吨	14
图表 22: 香港生猪供应量与价格情况	14
图表 23: 烟台毛鸡价格报 3.50 元/斤	14
图表 24: 烟台苗鸡价格报 3.60 元/羽	14
图表 25: 白羽鸡孵化场利润为 0.79 元/羽	15
图表 26: 在产祖代种鸡存栏量	15
图表 27: 在产父母代种鸡存栏量	15
图表 28: 商品代鸡苗销售量	15
图表 29: 国内玉米价格报 2271 元/吨	15

图表 30: 国际玉米价格报 444 美分/蒲式耳	15
图表 31: 国内小麦价格报 2486 元/吨	16
图表 32: 国际小麦价格报 542 美分/蒲式耳	16
图表 33: 国内豆粕价格报 3098 元/吨	16
图表 34: 国际豆粕价格报 325 美元/短吨	16
图表 35: 天然橡胶结算价为 15215 元/吨	16
图表 36: 郑商所棉花结算价为 13475 元/吨	16
图表 37: 国内白砂糖结算价为 5490 元/吨	17
图表 38: 国际原糖结算价为 14.04 美分/磅	17

1. 板块观点

1.1. 生猪

本周板块震荡为主，德康农牧领涨（环比上周+9%）。10月能繁降幅扩大，生猪期货远月上涨，股票市场未有反应，对现金流亏损时间较短带来的去化存疑，协会数据显示10月重点种猪企业二元母猪存栏环比+0.2%，同比增长9.0%，后备母猪存栏环比增1.1%，同比增2.1%。本周猪价11.85元/kg（涌益）、全行业亏损，均重上涨至128kg；预计后续猪价压力较大，叠加冬季疫病影响，去化逻辑或逐步加强。

行业政策深刻转型，积极寻找解决方案型企业。9月16日农业部会同发改委召集25家生猪企业召开生猪产能调控座谈会，贯彻中央一号文件要求、推动生猪产能调控措施落实落地。行业政策转向“保护农民权益与激活企业创新”，未来的成长股或更考量科技含量和兼顾农民利益、模式创新、调动既有生产要素的能力。展望明年，产能调控政策影响下，猪价或提前止跌回升，叠加上市公司成本或将持续下降，盈利能力或有持续较好表现。

产能调控政策方向明确，产业高质量发展势在必行。我们认为，政策维护猪价稳定的决心坚定，行业产能调控力度或继续加大。且行业经营方差显著，成本领先、联农带农的企业或将享受超额利润与估值溢价。推荐“平台+生态”模式代表、技术驱动、服务型的生态平台公司德康农牧，建议重点关注优质生猪养殖龙头牧原股份、温氏股份等，以及天康生物、邦基科技、立华股份、中粮家佳康、京基智农、金新农等。

1.2. 肉禽

11月16日烟台鸡苗报价3.60元/羽，环比+2.9%，同比-18.2%；毛鸡价格3.5元/斤，环比+1.5%，同比-7.9%。

2025年白羽鸡行业“高产能、弱消费”矛盾持续，亏损倒逼种鸡场缩减产能，出现“抽毛蛋”现象，产业链一体化企业以及合同订单养殖企业或进一步扩大市占率。

2条主线关注ROE改善且有持续性的标的。①优质进口种源龙头，因产业链环节、品种等要素存在超额利润，重点关注益生股份；②全产业链龙头，养殖盈利不受上游挤压，下游食品资产优质，重点关注圣农发展。

1.3. 饲料

本周水产品价格略有下跌，普水中草鱼、鲫鱼、鲤鱼、罗非鱼同比+4%/-7%/-11%/-26%，环比-1.9%/-6.4%/-0.7%/+7.2%，特水中叉尾、生鱼、加州鲈、白对虾同比+27%/-21%/-15%/-11%，环比+0.3%/-0.7%/-4.4%/+6.6%。

推荐【海大集团】：国内行业回暖+24年管理效果显现+产能利用率提升，量利增长；出海价值链模式已跑通，目前加快产能建设，有望超预期增长。关注公司经营管理拐点、市占率提升+海外高成长，继续重点推荐。

1.4. 宠物

2025 年天猫全周期宠物类目排行榜出炉，宠物品牌总榜中前 5 品牌变化较小，强者恒强，其中【鲜朗】上升至第一，乖宝旗下【麦富迪】、【弗列加特】位居前三。前 20 中仅有 3 个品牌新上榜，分别为【许翠花】（依依）、【领先】（中宠）、【皇家处方粮】。

乖宝：表现强势，【麦富迪】分别获得品牌总榜/猫主粮/狗主粮/猫零食/狗零食的第 2/第 8/第 1/第 1/第 1。【弗列加特】从 2023 年品牌总榜的第 19 跃升至第 3，猫主粮品牌榜第 2。

中宠：排名快速提升中，【领先】首度上榜，分别获得品牌总榜/猫主粮/猫零食的第 13/第 10/第 8。【顽皮】品牌总榜虽未上榜，但旗舰店在全店铺榜中上榜，排名第 19，并获得猫零食/狗零食品牌的第 2/第 5。

佩蒂旗下【爵宴】获得狗零食品牌榜第 2。

依依拟收购标的【许翠花】强势突破，首度跻身总品牌榜第 8，猫狗用品品牌榜第 1。

宠物食品格局变化：目前行业演变成一超多强的局面，头部公司因优势断层领先，但头部品牌之间因差距缩小，竞争加剧，价格竞争、营销加大导致利润率或承压，但销售增速维持高增。

宠物主粮行业具有马太效应，竞争的尽头胜出的大概率是目前的行业龙头，因为宠物主粮具有个性化需求低、产品效果短期难以验证、需要长期的消费者心智建设的特点，一旦品牌信赖度建成，理论上高粘性、高复购的产品。另外，24 年宠物食品的 CR5 仅 19%，仍给予头部公司较大的成长空间，因此竞争越激烈，头部公司的收入增速或将能维持高增，行业集中度或将提升越快，我们预计未来 5 年内 CR5 有望达到近 40%。

宠物行业有别于化妆品行业，化妆品由于个性化需求属性高、切换成本低、潮流属性高，天猫排行榜上的国产品牌几乎几年一变，化妆品品牌“烧钱”营销的尽头并不一定能成为龙头品牌。宠物品牌有别于成熟的消费品类目下的新兴品牌，品类本身集中度较高且龙头稳固，新兴品牌凭借社交媒体营销能迅速成长，但始终难以撼动头部品牌，因此增长可持续性不确定。相比之下，宠物食品赛道仍具有较大的投资机会，因为行业龙头已初具雏形，未来或将继续强化，有望维持高增长。推荐出海高速发展、自主品牌表现崛起的中宠。持续关注估值仍在低位且积极布局内销品牌的源飞宠物、佩蒂股份；关注依依股份的收购推进；长期看好自主品牌表现优秀的乖宝。

1.5. 农产品

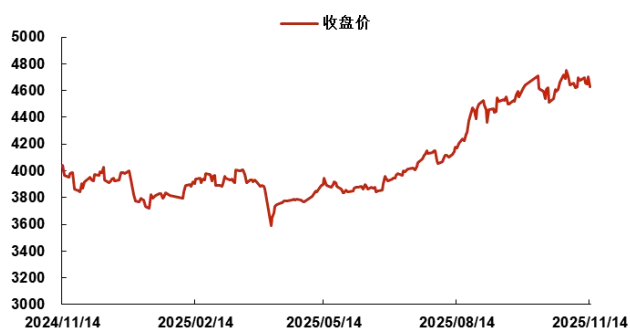
美国农业部发布 11 月供需报告，此次报告单产和产量均有小幅下调，但基本符合预期，且受阿根廷前期取消出口税抢份额以及当前美豆出口性价比不高影响，USDA 将出口下调 0.5 亿蒲，当前市场利多预期已充分交易，因此报告发出后美豆大幅下跌、基本抹平本周涨幅、14 日收于 1122.5 美分/蒲式耳。国内市场受成本端抬升推涨，但国内大豆库存高位、供应仍较为充足。下游饲料企业库存较高需求有限，后续国内进口大豆远期供应缺口预计修复，粕类市场进一步上涨动力或将减弱。

2. 市场与价格情况

2.1. 行情表现

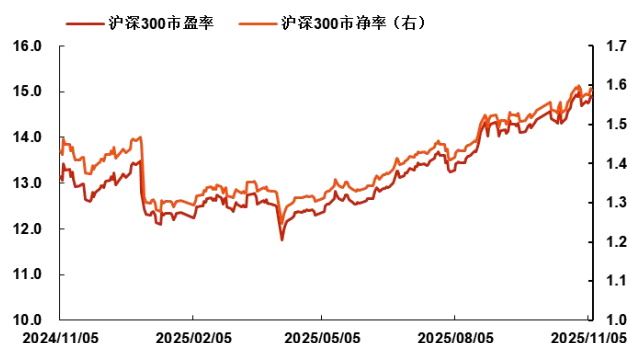
本周（11.10-11.14）沪深 300 指数收于 4628，相比上周-1.08%。农林牧渔 II（申万）指数收于 3050，相比上周+2.70%，其中农产品加工（+6.40%）表现最好。

图表 1：沪深 300 指数收于 4628 点



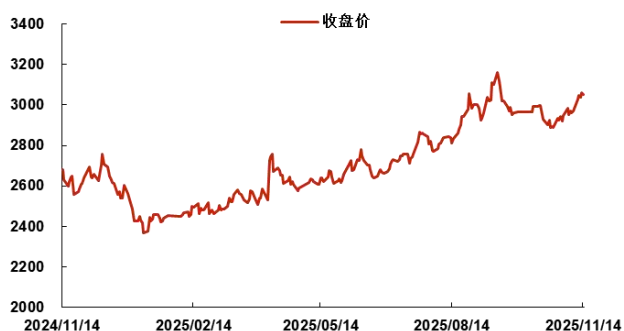
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 2：沪深 300 的 PE/PB 为 14.83/1.58



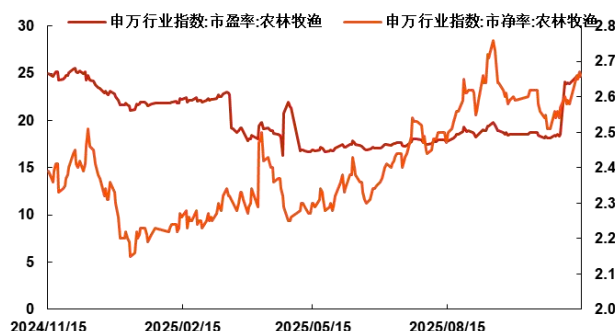
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 3：农业指数收于 3050 点



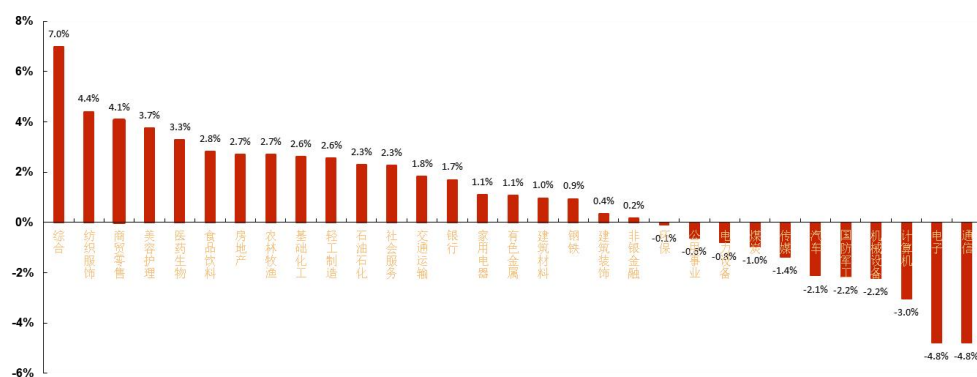
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 4：农业 PE/PB 为 24.65/2.66



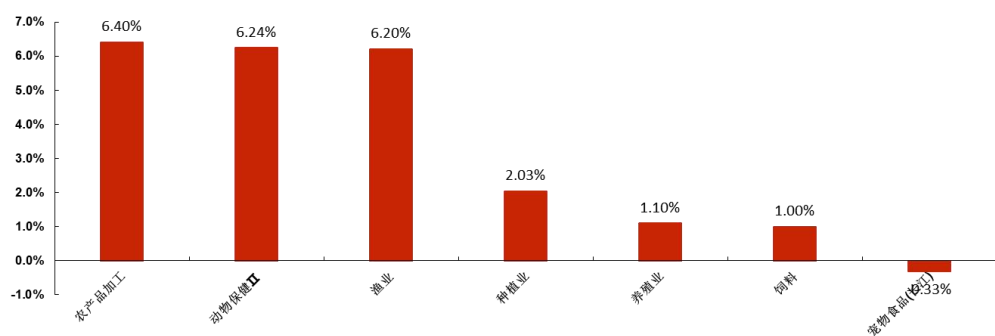
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 5：申万一级行业指数一周涨跌幅



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 6：农林牧渔细分板块一周涨跌幅



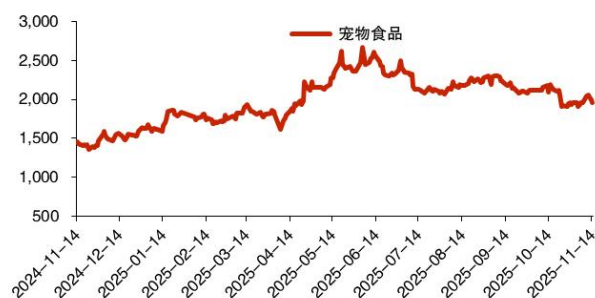
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 7：养殖业收于 3288 点



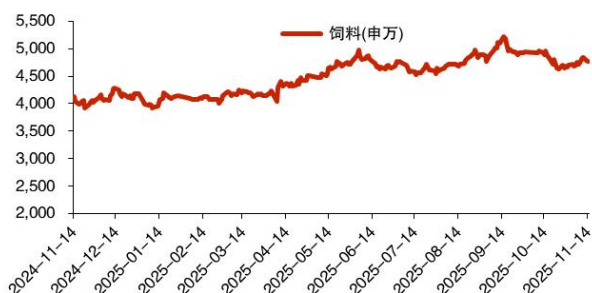
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 8：宠物食品收于 1959 点



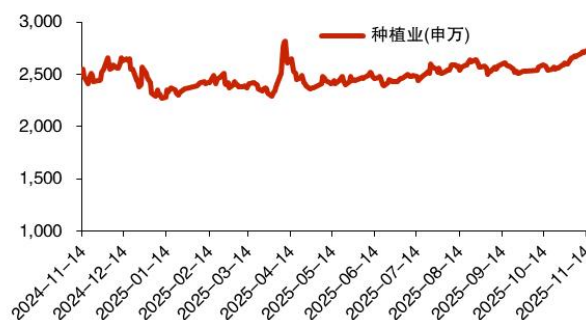
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 9：饲料收于 4769 点



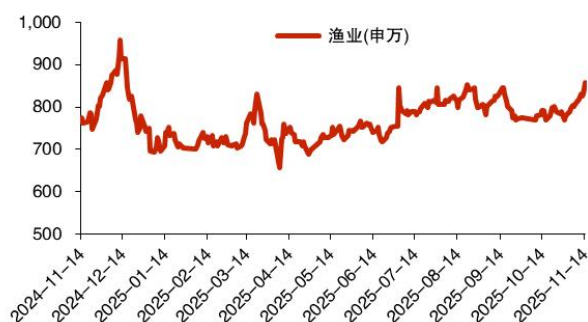
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 10：种植业收于 2728 点



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 11：水产收于 857 点



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 12：动保收于 4892 点



资料来源：iFind，华源证券研究所

2.2. 行业新闻

1) 农业农村部党组书记、部长韩俊：把农业建成现代化大产业

农业农村现代化关系中国式现代化全局和成色。“十五五”规划建议提出“加快农业农村现代化，扎实推进乡村全面振兴”，强调促进城乡融合发展，持续巩固拓展脱贫攻坚成果，推动农村基本具备现代生活条件，加快建设农业强国。

农业农村部党组书记、部长韩俊：全会明确了今后一个时期农业农村发展的重点任务，充分体现了以习近平同志为核心的党中央对“三农”工作一以贯之的高度重视，释放出强农、惠农、富农的强烈信号，作为一个有着十四亿多人口的大国，解决好吃饭问题始终是治国理政的头等大事，要深入实施藏粮于地、藏粮于技的战略，加快农业科技高水平自立自强，强化耕地保护和质量提升，加快构建多元化食物供给体系，把农业建成现代化大产业。加快补

齐农村现代生活条件短板，让广大农民更多分享现代化成果。（来源：微信公众号《农民日报》）

2) 双 11 宠物食品总销售额达 94 亿元

根据星图数据发布的《2025 年双十一全网销售数据解读报告》，活动期间，宠物食品总销售额高达 94 亿元。

这一销售额数据反映了中国"它经济"的蓬勃发展,宠物消费已成为电商平台增长的新引擎。

麦富迪位列京东和快手榜第 1；

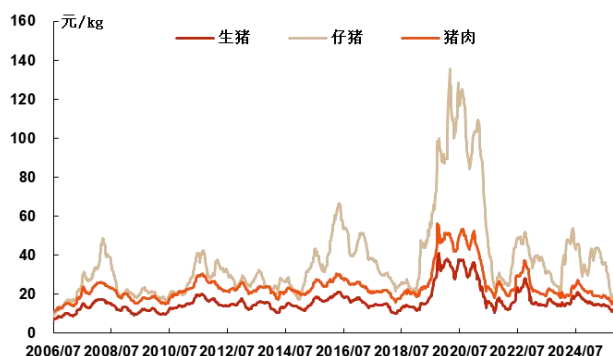
鲜朗和金故位列天猫和抖音榜第 1。（来源：微信公众号《全球宠业出海洞察》）

3) 2025 年 10 月份山东饲料行业信息

根据山东省样本企业数据测算，2025 年 10 月，山东省工业饲料总产量 429.45 万吨，环比增长 0.81%，同比增长 2.90%。其中配合饲料产量同环比均有所增长，浓缩饲料、添加剂预混合饲料产量环比下降、同比增长。主要配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产品出厂价格环比有涨有跌，同比以下跌为主。（来源：微信公众号《山东饲料》）

2.3. 价格表现

图表 13：生猪/仔猪/猪肉价格



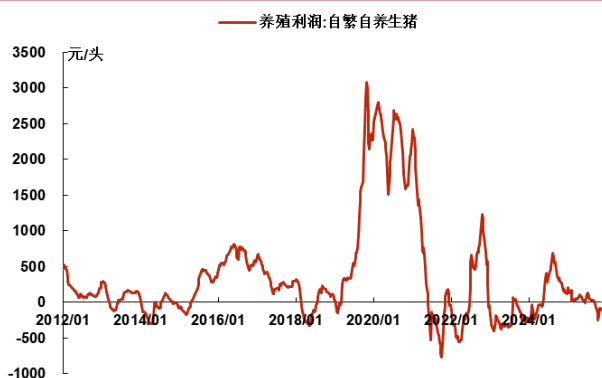
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 14：二元母猪价格



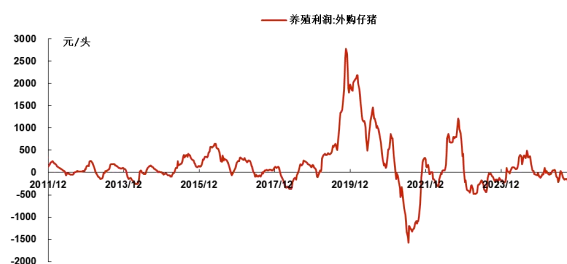
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 15：自繁自养利润为-115 元/头



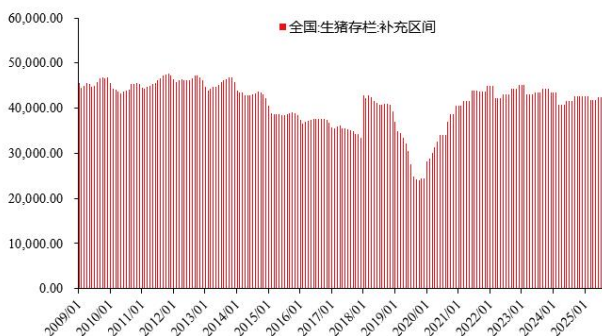
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 16：外购仔猪养殖利润为-206 元/头



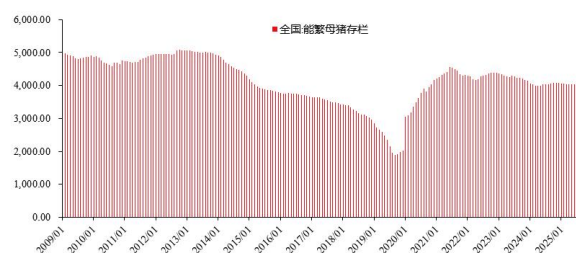
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 17：统计局三季度末生猪存栏 43680 万头（单位：万头）



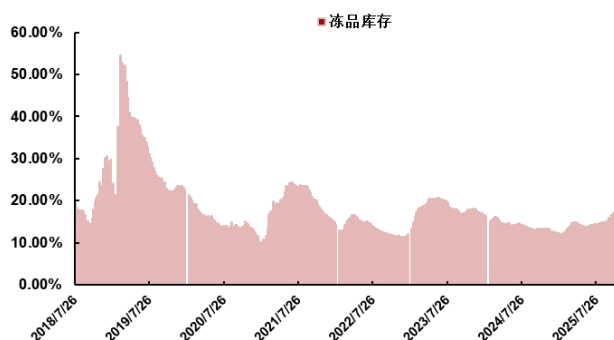
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 18：9 月行业能繁母猪存栏 4035 万头（单位：万头）



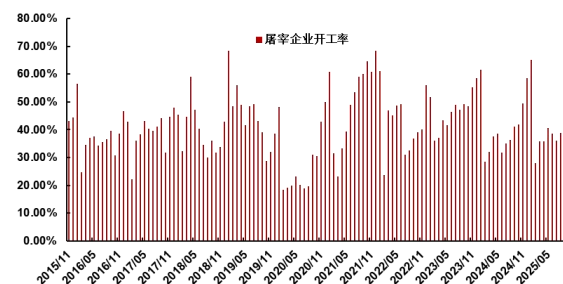
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 19：冻品库存为 17.50%



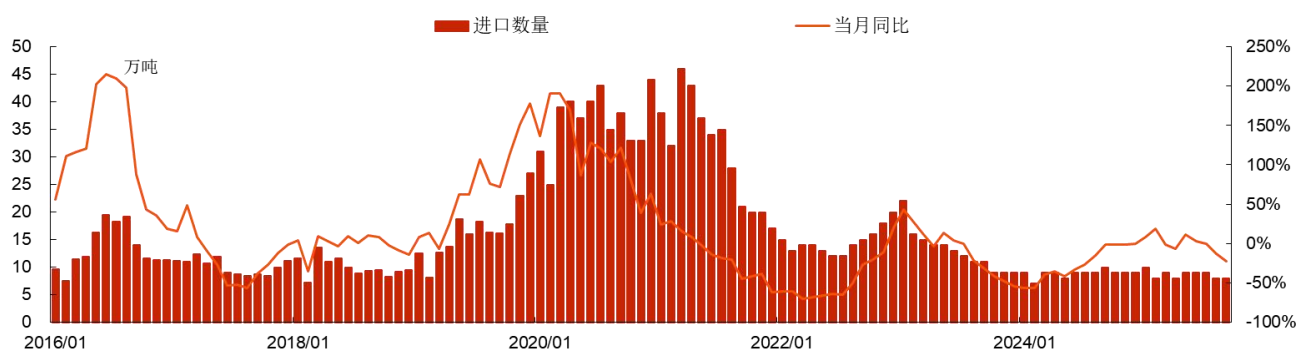
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 20：屠宰企业开工率（10 月）为 48.81%



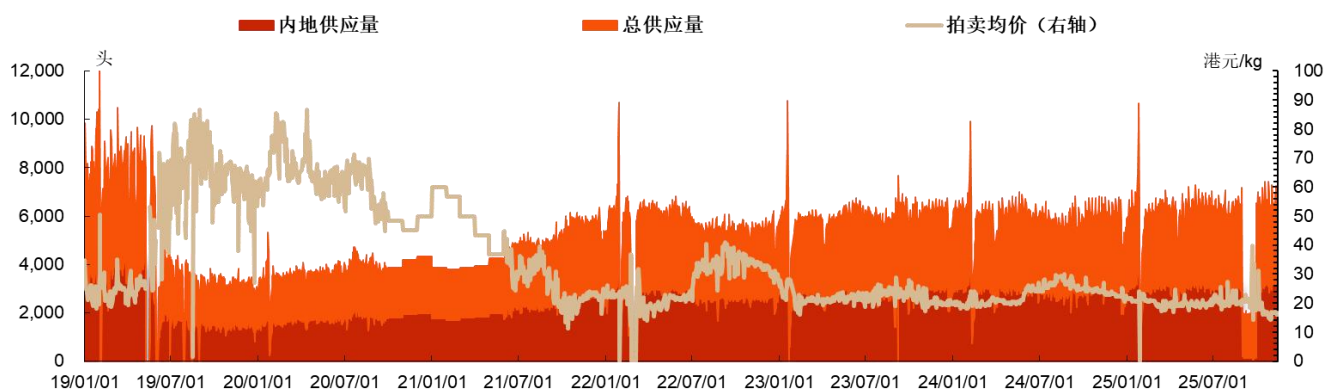
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 21: 9 月猪肉进口 8 万吨



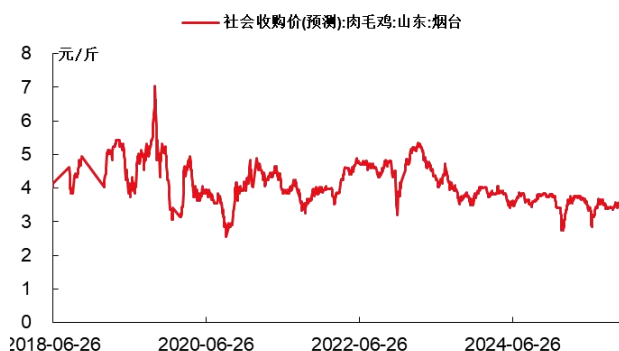
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 22: 香港生猪供应量与价格情况



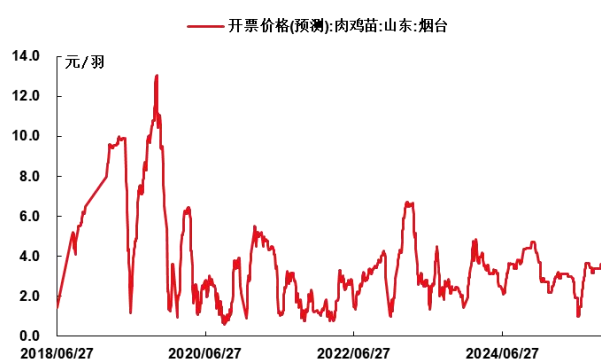
资料来源: 香港食物环境卫生署, 华源证券研究所

图表 23: 烟台毛鸡价格报 3.50 元/斤



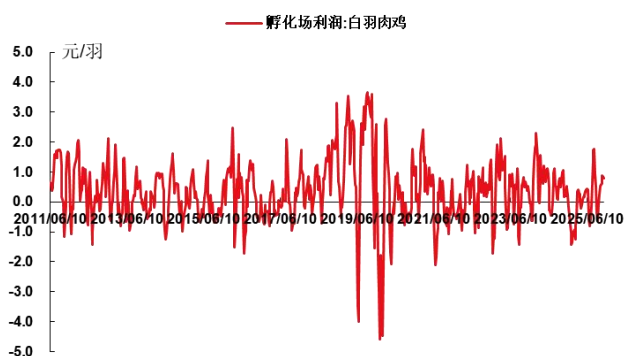
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 24: 烟台苗鸡价格报 3.60 元/羽



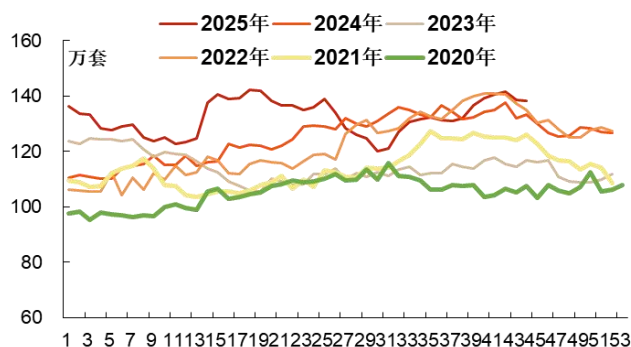
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 25：白羽鸡孵化场利润为 0.79 元/羽



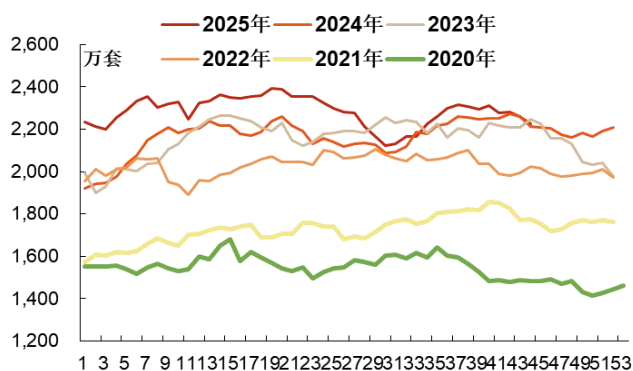
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 26：在产祖代种鸡存栏量



资料来源：畜牧业协会，华源证券研究所（横轴为周）

图表 27：在产父母代种鸡存栏量



资料来源：畜牧业协会，华源证券研究所（横轴为周）

图表 28：商品代鸡苗销售量



资料来源：畜牧业协会，华源证券研究所（横轴为周）

图表 29：国内玉米价格报 2271 元/吨



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 30：国际玉米价格报 444 美分/蒲式耳



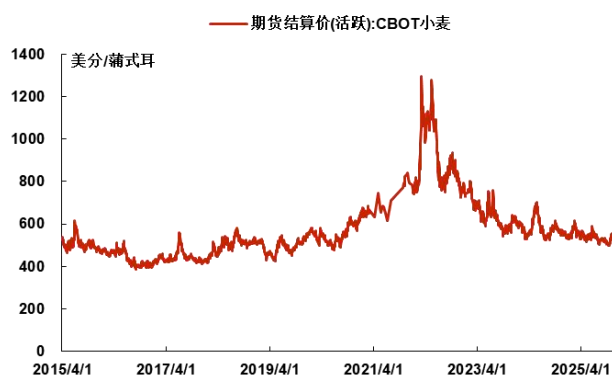
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 31：国内小麦价格报 2486 元/吨



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 32：国际小麦价格报 542 美分/蒲式耳



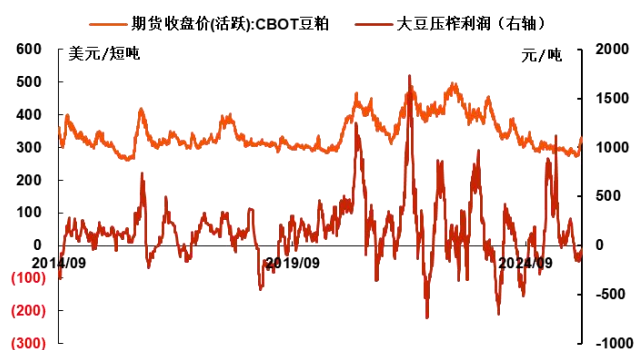
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 33：国内豆粕价格报 3098 元/吨



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 34：国际豆粕价格报 325 美元/短吨



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 35：天然橡胶结算价为 15215 元/吨



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 36：郑商所棉花结算价为 13475 元/吨



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 37：国内白砂糖结算价为 5490 元/吨



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 38：国际原糖结算价为 14.04 美分/磅



资料来源：iFind，华源证券研究所

3. 风险提示

养殖产品价格波动风险：生猪、肉鸡养殖行业经历了周期波动，其最低点皆跌破企业成本线。若价格长期跌破企业成本线，将会对企业现金流和正常运营造成较大影响，严重可导致企业破产。

突发大规模不可控疫病：生物疫病防疫永远是养殖企业工作的重点，一旦企业遭遇大规模不可控疾病，将会使企业生物性资产蒙受较大损失，对企业可持续经营造成较大影响。

重大食品安全事件：和生物疫病一样，食品安全是企业质量把控的重中之重，一旦出现食品安全事件，特别是经过媒体曝光放大，将会对企业信誉产生严重影响，动摇企业生存基石。

宏观经济系统性风险：宏观经济系统性风险将会在供需两端对企业造成影响，特别是需求端的萎靡将直接导致企业倒闭潮。

极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价：养殖成本中，饲料占比 60%，玉米、豆粕、小麦等是饲料的主要构成，若极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价将大大增加企业养殖成本，如果这种成本不能顺畅传导至下游，将导致企业业绩下滑，甚至危及企业日常经营。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。