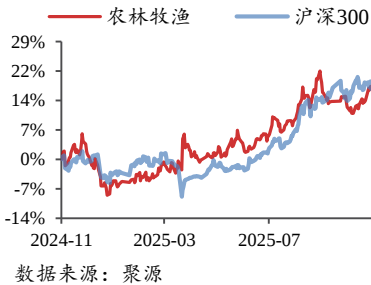


农林牧渔

2025 年 11 月 16 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《生猪开启去化周期，肉牛延续景气上行——行业投资策略》-2025.11.12
《年前生猪供给压力逐步积累，猪价低位运行去化延续——行业点评报告》-2025.11.11
《猪价反弹及二育进场或渐至尾声，生猪去化延续——行业周报》-2025.11.9

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

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：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

双十一宠物龙头表现亮眼，宠物板块持续景气。星图数据显示 2025 年双十一电商平台宠物食品销售总额达 94 亿元，乖宝宠物旗下麦富迪、弗列加特在各大电商平台销售额均居前列，竞争优势显著。京东、天猫等发布本轮双十一战报（统计区间 10 月 9 日 00:00-11 月 11 日 24:00），京东战报显示麦富迪、弗列加特猫狗干粮及猫零食销售额居前，狗零食则竞争更趋于多元，佩蒂股份旗下爵宴、中宠股份旗下 ZEAL 及顽皮销售额 TOP10 均上榜。从品牌销量增速看，中宠股份旗下领先增长动能强劲，猫狗食品销量增速均居平台首位，弗列加特及顽皮同样保持较高增速，宠物龙头上市公司增长动能强劲。天猫数据则显示平台宠物商品类目数量持续丰富，高端化、精细化成为新主流，高端新工艺产品（如冷鲜粮、烘焙粮、冻干粮）成交金额占比稳步提升。

前期生猪超卖叠加降温消费提振，猪价或阶段性转强。据涌益咨询，截至 2025 年 11 月 14 日，全国生猪均价 11.66 元/公斤，周环比-0.22 元/公斤，同比-4.79 元/公斤，涌益样本生猪屠宰量高于 2023 及 2024 年同期。截至 2025 年 11 月 13 日，涌益样本生猪出栏均重 128.48 公斤/头，周环比+0.18 公斤/头，同比+2.58 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.68 元/公斤（周环比+0.02 元/公斤）。展望后市，供给端受 10 月生猪超卖及年初能繁减量影响，生猪供给或阶段性收缩；需求端，中央气象台于 11 月 15 日发布寒潮蓝色预警，气温转凉猪肉年末消费有望提振。

● 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（11.10-11.14）：农业跑赢大盘 2.87 个百分点

本周上证指数下跌-0.18%，农业指数上涨 2.70%，跑赢大盘 2.87 个百分点。子板块来看，农产品加工及林业板块领涨。个股来看，粤桂股份（+36.45%）、*ST 佳沃（+23.18%）、中粮糖业（+18.02%）领涨。

● 本周价格跟踪（11.10-11.14）：本周牛肉、对虾、玉米等农产品价格环比上涨

11 月 14 日全国外三元生猪均价为 11.73 元/kg，较上周下跌 0.18 元/kg；仔猪均价为 19.07 元/kg，较上周上涨 0.14 元/kg；白条肉均价 15.75 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：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	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	6
3、本周市场表现（11.10-11.14）：农业跑赢大盘 2.87 个百分点	6
4、本周重点新闻（11.10-11.14）：2025 年 10 月，全国工业饲料产量 2907 万吨，环比减少 4.2%，同比增长 3.6%。	8
5、本周价格跟踪（11.10-11.14）：本周牛肉、对虾、玉米等农产品价格环比上涨	8
6、主要肉类进口量	12
7、饲料产量	13
8、风险提示	13

图表目录

图 1：2025 双十一电商平台宠物食品销售总额达 94 亿元	3
图 2：京东战报显示麦富迪、弗列加特猫狗干粮及猫零食销售额居前	4
图 3：天猫高端宠物粮成交金额占比稳步提升	4
图 4：抖音数据显示内容电商在宠物赛道迎来新突破	4
图 5：生猪超卖及寒潮降温对猪价形成支撑(元/公斤)	5
图 6：生猪屠宰量高于 2024 年同期（万吨）	5
图 7：冬季消费偏好大猪，出栏均重难降（公斤/头）	5
图 8：冬季大猪需求旺季，肥猪溢价有支撑（元/公斤）	5
图 9：行业二育栏舍利用率仍偏高	5
图 10：寒潮降温或提振猪肉需求	5
图 11：本周农业指数上涨 2.70（%）	7
图 12：本周农业指数跑赢大盘 2.87 个百分点	7
图 13：本周农产品加工及林业板块领涨（%）	7
图 14：本周外三元生猪价格环比下跌	10
图 15：本周生猪自繁自养利润环比下跌	10
图 16：本周鸡苗均价环比下跌	10
图 17：本周毛鸡主产区均价环比上涨	10
图 18：本周黄羽肉鸡价格环比下跌	10
图 19：本周牛肉价格环比上涨	10
图 21：11 月 14 日鲈鱼价格环比持平	11
图 22：11 月 14 日对虾价格环比上涨	11
图 23：本周玉米期货结算价环比上涨	12
图 24：本周豆粕期货结算价环比下跌	12
图 25：本周 NYBOT11 号糖环比上涨（美分/磅）	12
图 26：本周郑商所白糖收盘价环比上涨（元/吨）	12
图 27：2025 年 9 月猪肉进口量 8.00 万吨	13
图 28：2025 年 9 月鸡肉进口量 0.71 万吨	13
图 29：2025 年 10 月全国工业饲料总产量为 2907 万吨	13
表 1：农业个股涨跌幅排名：粤桂股份、ST 佳沃、中粮糖业领涨	7
表 2：本周牛肉、对虾、玉米等农产品价格环比上涨	8

1、周观察：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

双十一宠物龙头表现亮眼，宠物板块持续景气。星图数据显示 2025 年双十一电商平台宠物食品销售总额达 94 亿元，乖宝宠物旗下麦富迪、弗列加特在各大电商平台销售额均居前列，竞争优势显著。京东、天猫等发布本轮双十一战报（统计区间 10 月 9 日 00:00-11 月 11 日 24:00），**京东战报显示**麦富迪、弗列加特猫狗干粮及猫零食销售额居前，狗零食则竞争更趋于多元，佩蒂股份旗下爵宴、中宠股份旗下 ZEAL 及顽皮销售额 TOP10 均上榜。**从品牌销量增速看**，中宠股份旗下**领先**增长动能强劲，猫狗食品销量增速均居平台首位，弗列加特及顽皮同样保持较高增速，宠物龙头上市公司增长动能强劲。**天猫数据**则显示平台宠物商品类目数量持续丰富，高端化、精细化成为新主流，高端新工艺产品（如冷鲜粮、烘焙粮、冻干粮）在成交金额占比中稳步提升。抖音数据显示内容电商也在宠物赛道迎来新突破，2025 年 1-8 月抖音电商宠物类目 GMV 同比增长 95%，宠物类目用户量同比增长 66%，宠物品牌用户增长与销售额同时实现高增，“兴趣电商+宠物消费”显示景气增长潜力。

图1：2025 双十一电商平台宠物食品销售总额达 94 亿元



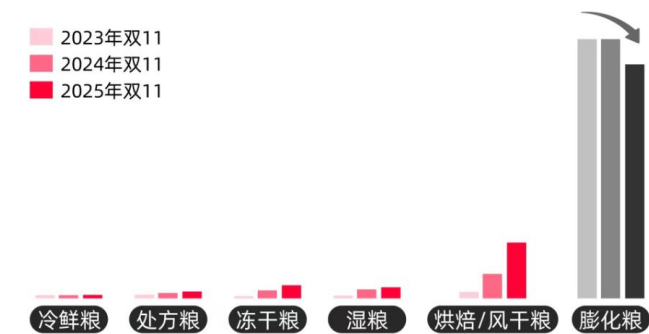
资料来源：星图数据公众号

图2：京东战报显示麦富迪、弗列加特猫狗干粮及猫零食销售额居前



资料来源：宠物行业白皮书公众号

图3：天猫高端宠物粮成交金额占比稳步提升



注：上图为高端新工艺宠物食品在三年天猫双11的成交占比

资料来源：宠业首席营销官公众号

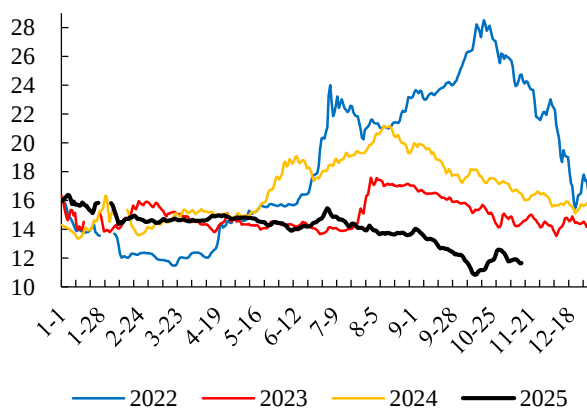
图4：抖音数据显示内容电商在宠物赛道迎来新突破



资料来源：宠业首席营销官公众号

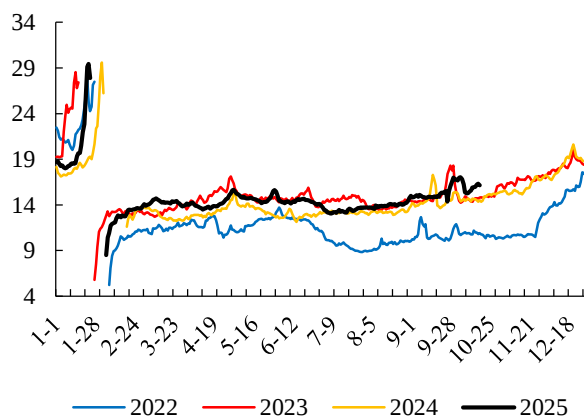
前期生猪超卖叠加降温消费提振，猪价存在供需双重支撑。据涌益咨询，截至2025年11月14日，全国生猪均价11.66元/公斤，周环比-0.22元/公斤，同比-4.79元/公斤，涌益样本生猪屠宰量高于2023及2024年同期。截至2025年11月13日，涌益样本生猪出栏均重128.48公斤/头，周环比+0.18公斤/头，同比+2.58公斤/头，150kg肥猪较120kg标猪溢价0.68元/公斤（周环比+0.02元/公斤）。展望后市，供给端受10月生猪超卖及年初能繁去化影响，生猪供给或阶段性收缩；需求端，中央气象台于11月15日发布寒潮蓝色预警，气温转凉猪肉消费旺季有望提振，生猪超卖及寒潮降温对猪价形成支撑。

图5：生猪超卖及寒潮降温对猪价形成支撑(元/公斤)



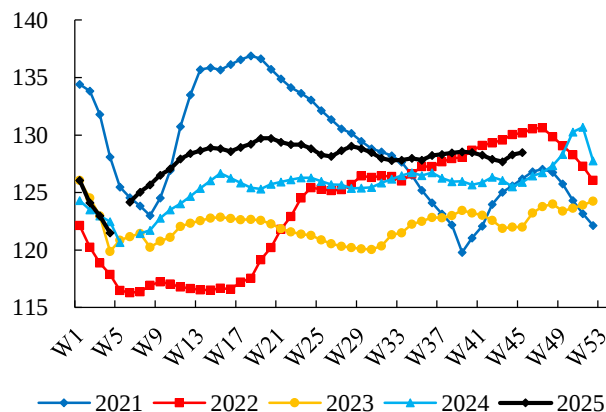
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图6：生猪屠宰量高于2024年同期（万头）



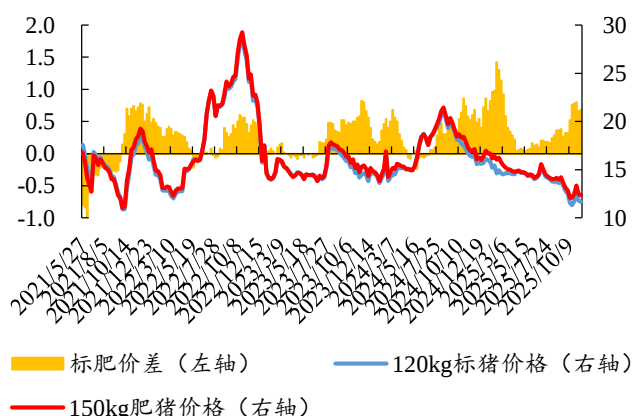
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图7：冬季消费偏好大猪，出栏均重难降（公斤/头）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图8：冬季大猪需求旺季，肥猪溢价有支撑（元/公斤）



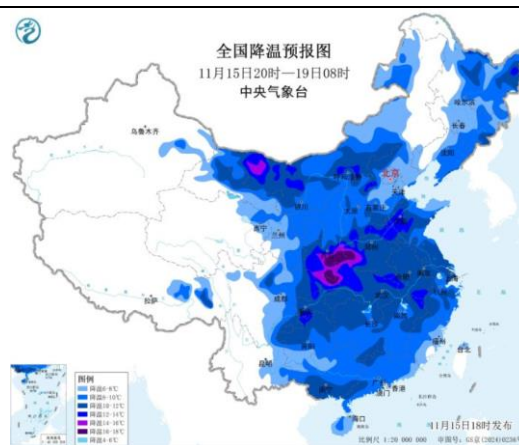
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图9：行业二育栏舍利用率仍偏高



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图10：寒潮降温或提振猪肉需求



资料来源：中央气象台

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。

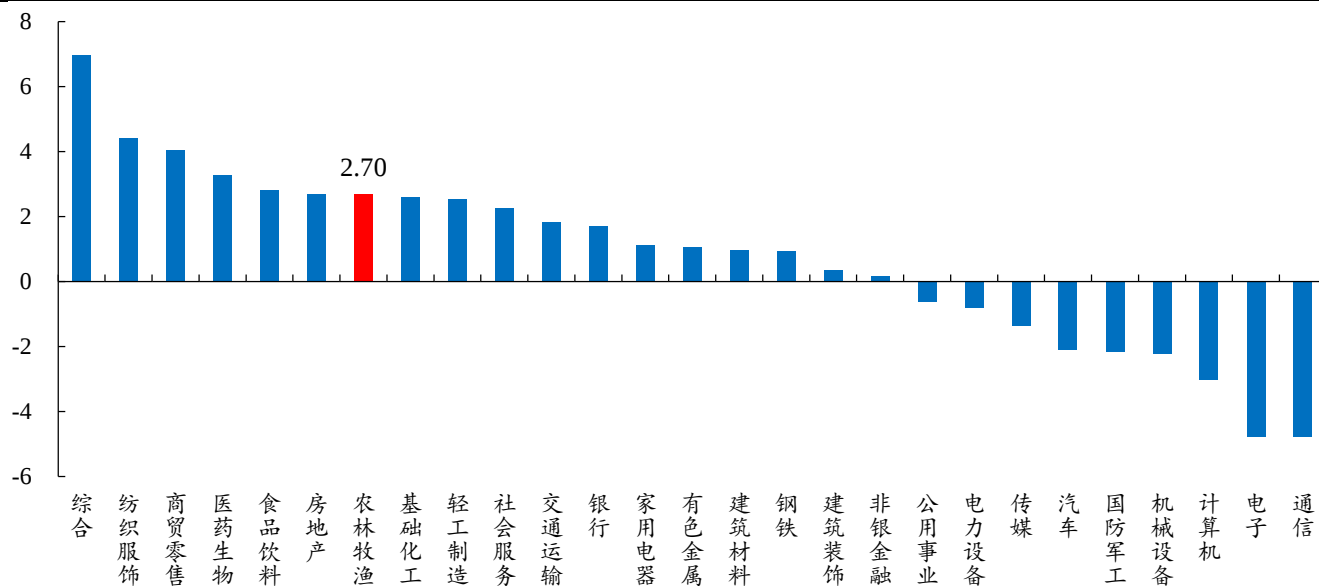
转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。2024 年 1 月 18 日，农业部发布《2023 年农业转基因生物安全证书批准清单（三）》，多项转基因玉米、大豆作物首次获发生产应用安全证书。种业振兴配套政策不断完善，行业龙头企业有望率先受益，推荐具备转基因技术优势的大北农；国内玉米传统育种技术龙头企业登海种业；基本面边际改善的隆平高科。

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（11.10-11.14）：农业跑赢大盘 2.87 个百分点

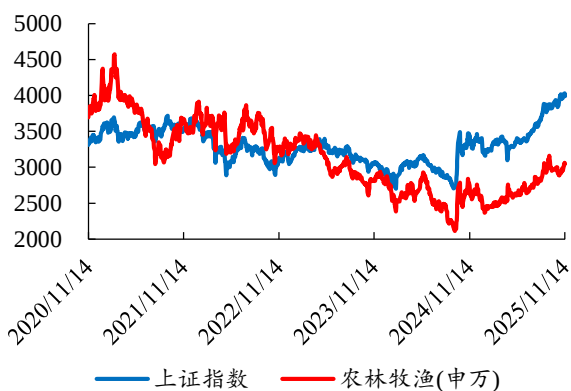
本周上证指数下跌-0.18%，农业指数上涨 2.70%，跑赢大盘 2.87 个百分点。子板块来看，农产品加工及林业板块领涨。个股来看，粤桂股份（+36.45%）、*ST 佳沃（+23.18%）、中粮糖业（+18.02%）领涨。

图11：本周农业指数上涨 2.70（%）



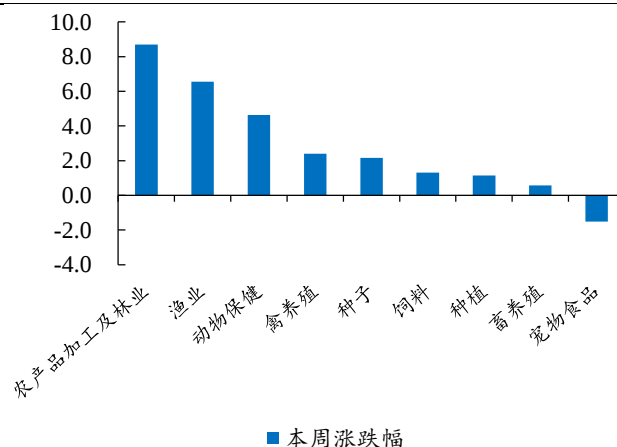
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：本周农业指数跑赢大盘 2.87 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：本周农产品加工及林业板块领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：农业个股涨跌幅排名：粤桂股份、ST 佳沃、中粮糖业领涨

前 15 名			后 15 名		
000833.SZ	粤桂股份	36.45%	600313.SH	农发种业	0.46%
300268.SZ	*ST 佳沃	23.18%	002458.SZ	益生股份	0.44%
600737.SH	中粮糖业	18.02%	300175.SZ	朗源股份	0.33%
001313.SZ	粤海饲料	15.65%	002714.SZ	牧原股份	0.32%
600201.SH	生物股份	13.40%	600354.SH	敦煌种业	0.30%
000798.SZ	中水渔业	13.16%	605296.SH	神农集团	0.30%
000972.SZ	中基健康	13.03%	002840.SZ	华统股份	0.18%
600965.SH	福成股份	8.29%	600962.SH	国投中鲁	0.05%
002321.SZ	华英农业	8.17%	002505.SZ	鹏都农牧	0.00%
300094.SZ	国联水产	8.12%	002772.SZ	众兴菌业	-0.96%
300673.SZ	佩蒂股份	7.15%	688098.SH	申联生物	-1.85%

300189.SZ	神农科技	6.61%	603363.SH	傲农生物	-2.35%
000639.SZ	西王食品	6.38%	000048.SZ	京基智农	-3.21%
600467.SH	好当家	5.62%	301498.SZ	乖宝宠物	-4.96%
300999.SZ	金龙鱼	5.08%	603151.SH	邦基科技	-22.22%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至 2025 年 11 月 14 日

4、本周重点新闻（11.10-11.14）：2025 年 10 月，全国工业饲料产量 2907 万吨，环比减少 4.2%，同比增长 3.6%。

2025 年 10 月，全国工业饲料产量 2907 万吨，环比减少 4.2%，同比增长 3.6%。其中，配合饲料、浓缩饲料同比分别增长 3.5%、6.2%，添加剂预混合饲料同比下降 1.7%。主要饲料产品出厂价格同比下降，畜禽配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料出厂价格环比以降为主。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 38.0%，同比下降 2.7 个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比为 13.9%，环比下降 0.4 个百分点。（农业农村部畜牧兽医局 中国饲料工业协会）

双十一宠物战报出炉，宠物经济全线增长。近日，京东、天猫等电商平台发布 2025 年“双 11”宠物类目销售数据。京东数据显示，10 月 9 日至 11 月 11 日期间，京东宠物类目表现亮眼：成交新用户同比增长 25%；PLUS 用户同比增长 29%；参与活动品牌新客同比增长超 11 倍。天猫数据显示，过去三年宠物商品类目数量增长 25%，宠物刚需商品的高价位段产品比例持续上升。尤其在宠物食品领域，高端新工艺产品（如冷鲜粮、烘焙粮、冻干粮）在成交金额占比中稳步提升。宠物消费已从“情感支出”转变为“生活方式投资”。随着单身青年与年轻家庭的增加，“它经济”正成为又一大消费增长引擎。接下来，未来宠物市场或将持续朝着高端化、品牌化、智能化方向演进。无论是进口粮、定制用品还是宠物保险，消费者的“宠物支出”正在重塑电商平台的新竞争格局。2025 年的双 11 再次验证了宠物经济的强劲韧性与增长潜力，宠物行业正迈入一个“消费升级、情感共鸣、科技助力”的新时代。（宠物行业白皮书公众号 宠业首席营销官公众号）

全国秋粮收购量超一亿吨 进入集中上量阶段。截至目前，全国各类粮食经营主体累计收购秋粮超一亿吨，市场购销活跃、进展顺利。秋粮占全年粮食产量七成，已进入集中上量阶段，呈现进度快、购销旺、优质优价等特点。今年玉米需求旺盛，东北地区收获进度提前、质量较好，全国淀粉加工企业开工率达 66%。国家已在河南、湖南、黑龙江启动中晚稻最低收购价预案，准备仓容超 1000 万吨，确保农民“种粮卖得出”。（新华社）

5、本周价格跟踪（11.10-11.14）：本周牛肉、对虾、玉米等农产品价格环比上涨

表2：本周牛肉、对虾、玉米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）	11.73	-1.51%	11.91	-4.64%	12.49	5.67%
	仔猪价格（元/公斤）	19.07	0.74%	18.93	4.41%	18.13	2.66%
	生猪养殖利润：自繁自养（元/头）	-114.81	-28.70%	-89.21	0.13%	-89.33	51.89%

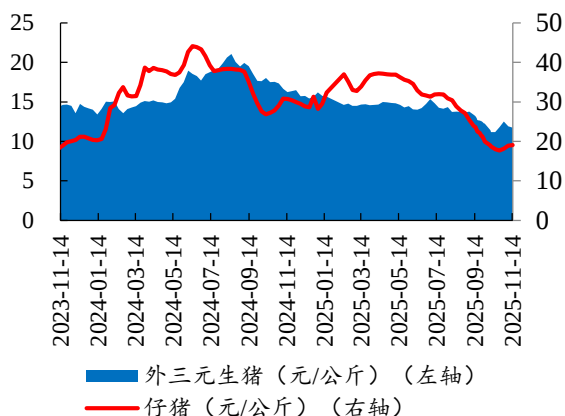
	生猪养殖利润：外购仔猪（元/头）	-205.64	-17.14%	-175.54	2.32%	-179.72	37.83%
白羽鸡	鸡苗价格（元/羽）	3.49	-1.41%	3.54	-1.12%	3.58	7.83%
	毛鸡价格（元/公斤）	7.12	0.42%	7.09	0.00%	7.09	3.05%
	毛鸡养殖利润（元/羽）	-0.95	24.00%	-1.25	-13.64%	-1.10	37.50%
	父母代种鸡养殖利润（元/羽）	0.74	-6.33%	0.79	-4.82%	0.83	45.61%
黄羽鸡	中速鸡价格（元/公斤）	12.15	-2.02%	12.40	-3.50%	12.85	4.47%
牛肉	牛肉价格（元/公斤）	66.61	0.45%	66.31	0.02%	66.30	0.14%
水产品	草鱼价格（元/公斤）	16.14	-0.55%	16.23	-0.86%	16.37	-0.06%
	鲈鱼价格（元/公斤）	20.80	0.00%	20.80	-4.15%	21.70	-2.25%
	对虾价格（元/公斤）	28.00	1.82%	27.50	1.85%	27.00	-1.82%
大宗农产品	玉米期货价格（元/吨）	2182.00	1.44%	2151.00	1.56%	2118.00	-0.75%
	豆粕期货价格（元/吨）	2489.00	-1.97%	2539.00	6.23%	2390.00	1.10%
	ICE11 号糖期货价格（美分/磅）	14.43	1.48%	14.22	-6.69%	15.24	-3.85%
	郑商所糖期货价格（元/吨）	5470.00	0.24%	5457.00	-0.47%	5483.00	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：草鱼价格数据更新滞后一周；红色数字表示环比上涨，绿色数字表示环比下跌，黄色数字表示无变动

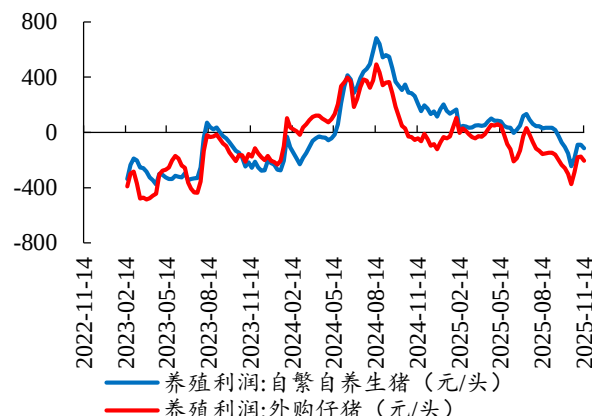
生猪养殖：11月14日全国外三元生猪均价为11.73元/kg，较上周下跌0.18元/kg；仔猪均价为19.07元/kg，较上周上涨0.14元/kg；白条肉均价15.75元/kg，较上周上涨0.12元/kg。11月14日猪料比价为3.51:1。自繁自养头均利润-114.81元/头，环比-25.60元/头；外购仔猪头均利润-205.64元/头，环比-30.09元/头。

图14：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

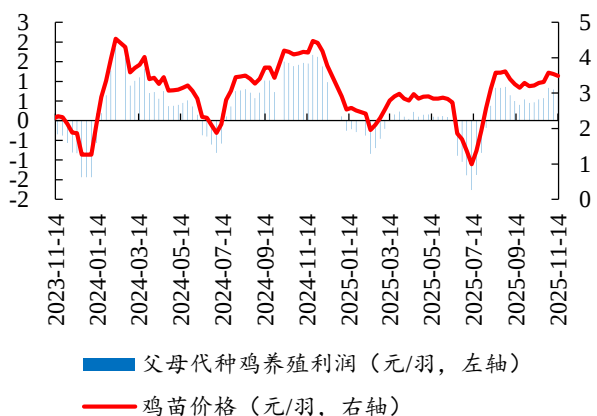
图15：本周生猪自繁自养利润环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

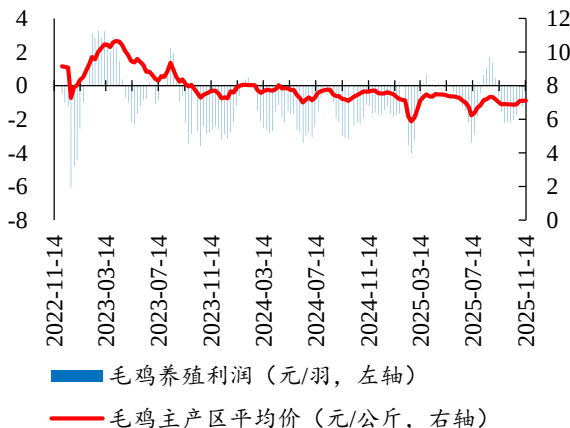
白羽肉鸡：本周鸡苗均价 3.49 元/羽，环比-1.41%；毛鸡均价 7.12 元/公斤，环比+0.42%；毛鸡养殖利润-0.95 元/羽，环比+0.30 元/羽。

图16：本周鸡苗均价环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

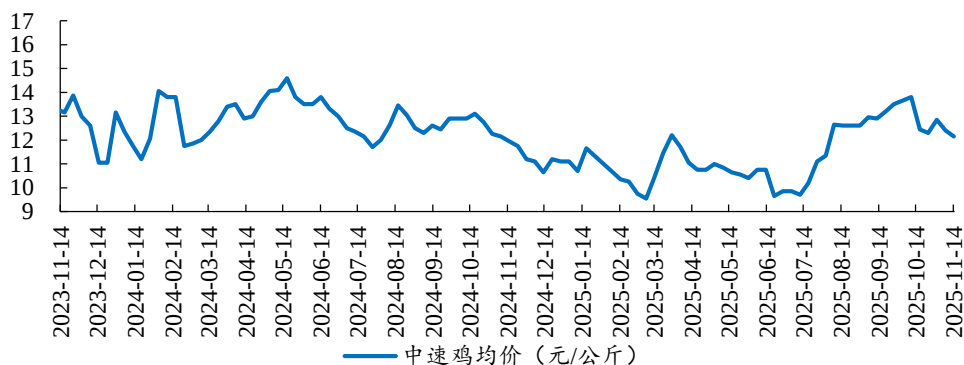
图17：本周毛鸡主产区均价环比上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

黄羽肉鸡：11月14日中速鸡均价 12.15 元/公斤，环比-0.25 元/公斤。

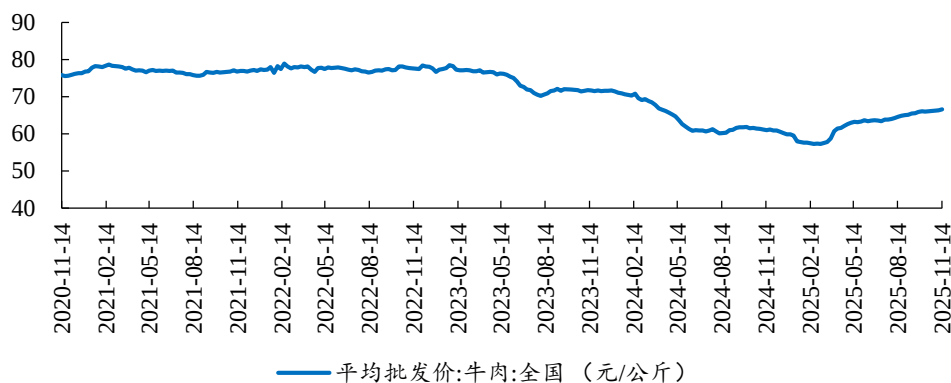
图18：本周黄羽肉鸡价格环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

牛肉：11月14日牛肉均价 66.61 元/公斤，环比上周上涨 0.30 元/公斤。

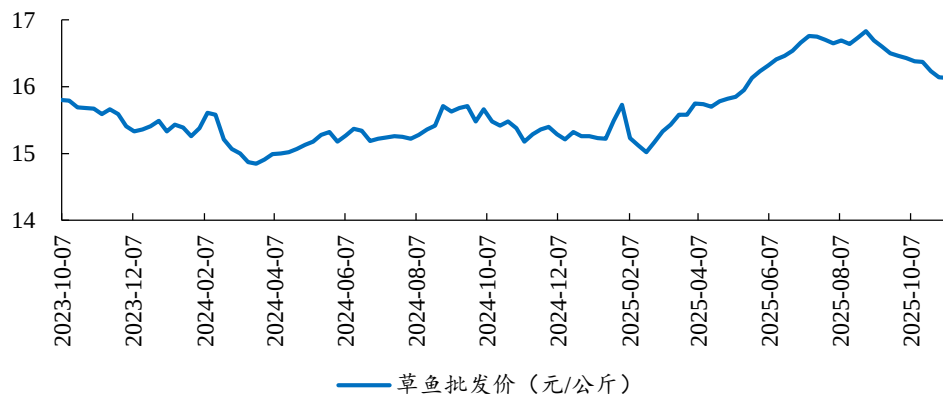
图19：本周牛肉价格环比上涨



数据来源：新牧网、开源证券研究所

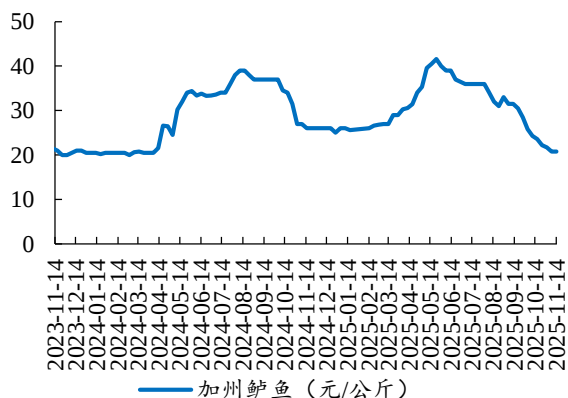
水产品：上周草鱼价格 16.14 元/公斤，环比-0.55%；据海大农牧数据，11 月 14 日鲈鱼价格 20.80 元/公斤，环比持平；11 月 13 日对虾价格 28.00 元/公斤，环比+1.82%。

图20：11.03-11.07 草鱼价格环比下跌



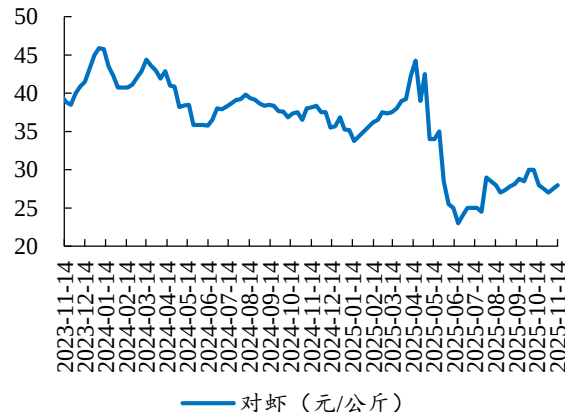
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：草鱼价格滞后一周

图21：11 月 14 日鲈鱼价格环比持平



数据来源：海大农牧、开源证券研究所

图22：11 月 14 日对虾价格环比上涨



数据来源：海大农牧、开源证券研究所

大宗农产品：本周大商所玉米期货结算价为 2182.00 元/吨，周环比+1.44%；豆粕期货活跃合约结算价为 2489.00 元/吨，周环比-1.97%。

图23：本周玉米期货结算价环比上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

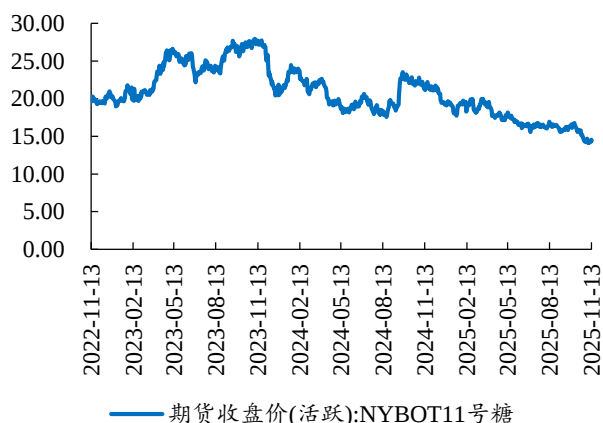
图24：本周豆粕期货结算价环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

糖： NYBOT11 号糖 11 月 14 日收盘价 14.43 美分/磅，周环比+5.10%。国内糖价，郑商所白砂糖期货 11 月 14 日收盘价 5470.00 元/吨，周环比+0.24%。

图25：本周 NYBOT11 号糖环比上涨（美分/磅）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：本周郑商所白糖收盘价环比上涨（元/吨）

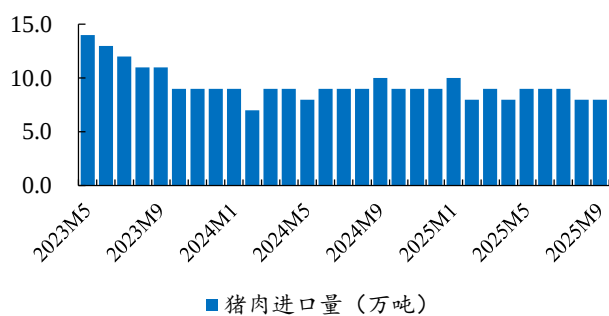


数据来源：Wind、开源证券研究所

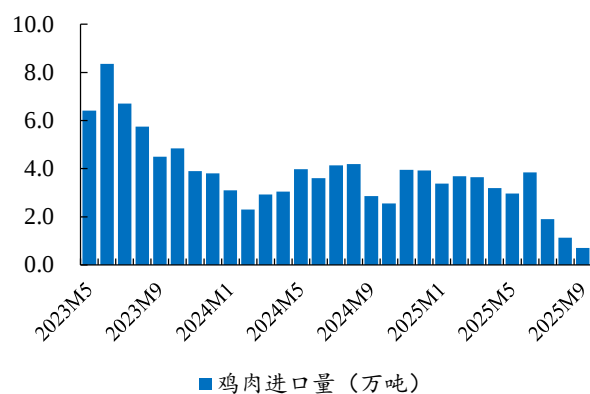
6、主要肉类进口量

猪肉进口： 据海关总署数据，2025 年 9 月猪肉进口 8.00 万吨，同比-22.5%。

鸡肉进口： 据海关总署数据，2025 年 9 月鸡肉进口 0.71 万吨，同比-75.2%。

图27：2025年9月猪肉进口量8.00万吨


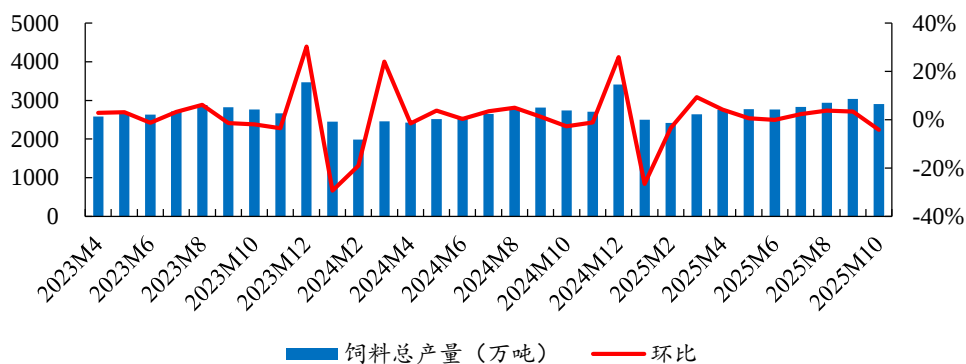
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图28：2025年9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29：2025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

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

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

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