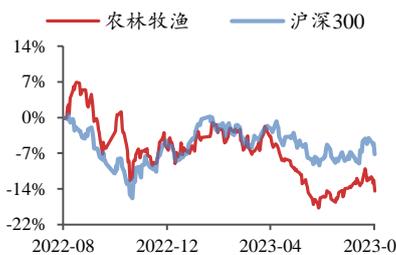


农林牧渔

2023年08月11日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《压栏二育或加重下半年供给压力，关注优质标的回调后的布局良机——行业周报》-2023.8.6

《台风极端天气致短期猪价大涨，去化大势未变建议逢低分批布局——行业周报》-2023.7.30

《猪价迎来小幅反弹，乌克兰粮食外运或部分受阻——行业周报》-2023.7.23

天气情绪共驱短期猪价上涨，能繁去化或放缓但大势不改

——行业点评报告

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

王高展（联系人）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790123060055

● 行业：天气情绪共驱短期猪价上涨，能繁去化或放缓但大势不改

天气、情绪及季节等多因素驱动下，7月末猪价开启快速上涨。据涌益咨询，2023年7月全国生猪销售均价为14.39元/公斤，月环比+0.20元/公斤，月末猪价在台风暴雨极端天气及生猪季节性供给短缺影响下快速上涨，压栏情绪及二育进场进一步强化上涨趋势，出栏均重由降转升。

下游需求环比好转，大猪短期供不应求标肥价差走扩。7月末受天气影响生猪调运难度加大，猪肉冻品库存得到消化，冻品库容率呈下降态势，屠宰企业毛白价差及鲜销率均环比有所提升。同时受前期猪价低迷养户持续降重影响，市场150kg以上肥猪出栏占比降至相对低位，肥猪短期供不应求，较标猪出现溢价。生猪养殖亏损快速收窄，母猪仔猪价格回升或预示能繁去化将进一步放缓。截至2023年8月3日，生猪自繁自养亏损已收窄至38.07元/头，50kg二元母猪价格1612元/头（周环比+2.5%），15kg仔猪价格465元/头（周环比+1.5%），7月涌益监控样本能繁母猪存栏环比-0.22%，去化幅度同样收窄。预计8月猪价在压栏二育催化下仍将维持在成本线以上，能繁去化或将进一步放缓。

下半年猪肉供给整体仍充足，短期猪价大涨不改能繁长期去化大势。我们认为本轮由情绪及天气驱动的猪价上涨或缺乏持续性，据我们测算，2023年下半年猪肉供给同比+8%，则2023全年猪肉供给量或超5800万吨，达近年来高位。我们预计2023年生猪均价或在16元/公斤左右，短期猪价上涨虽对能繁去化造成扰动，但2023年下半年整体猪肉供给充足叠加能繁存栏处相对高位、母猪生产性能恢复，行业高成本落后产能去化是大势所趋。

● 企业：7月上市猪企生猪出栏量同比、均重环比增减不一

截止2023年8月10日，主要11家生猪养殖上市企业均已发布7月生猪销售数据。生猪养殖上市企业7月合计出栏生猪1201万头，同比+26.92%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份、大北农、中粮家佳康、傲农生物、天康生物、唐人神、金新农7月出栏量分别为570.00/213.11/138.06/32.52/51.10/43.15/43.80/44.76/25.57/31.87/7.06万头，分别同比+24.1%、+60.9%、+46.5%、-63.2%、+56.3%、+59.6%、+77.3%、+4.3%、+54.1%、+75%、-28%。

出栏均重方面，4家企业公布出栏均重，生猪出栏均重环比增减不一，温氏股份、正邦科技、天康生物、大北农7月商品猪出栏均重分别为116.7/122.8/122.2/114.9公斤/头，分别环比变动-5.3/-0.3/+1.0/-4.1公斤/头。

销售均价方面，主要8家上市猪企销售均价增减不一，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份、大北农、中粮家佳康、天康生物7月商品猪销售均价分别为13.8/14.2/14.1/13.7/14.4/14.0/14.2/13.1元/公斤，分别环比变动-0.1%/-0.4%/-1%/-0.3%/+1.6%/+0.2%/-0.4%/-4.6%。

● 风险提示：猪价景气度不及预期，上市公司养殖成本下降不及预期。

目 录

1、 行业：天气情绪共驱短期猪价上涨，能繁去化或放缓但大势不改.....	4
2、 7月上市猪企生猪出栏量同比、均重环比增减不一.....	8
3、 风险提示.....	13

图表目录

图 1： 天气及情绪驱动下，7月末猪价开启快速上涨.....	4
图 2： 7月涌益监控样本生猪屠宰量同比+52%.....	4
图 3： 压栏惜售情绪转浓，出栏均重由降转升（公斤/头）.....	4
图 4： 7月毛白价差环比保持回升（元/公斤）.....	5
图 5： 7月屠宰鲜销率环比提升，下游走货顺畅.....	5
图 6： 台风暴雨导致生猪调运难度加大，冻品得到消化.....	5
图 7： 市场 150kg 以上肥猪出栏占比降至相对低位.....	5
图 8： 肥猪短期供不应求出现溢价，标肥价差走扩.....	5
图 9： 7月末猪价大涨，生猪养殖亏损快速收窄（元/头）.....	6
图 10： 7月能繁母猪存栏环比-0.22%，去化幅度收窄.....	6
图 11： 规模场 15kg 仔猪价格回升至 465 元/头.....	6
图 12： 50kg 二元母猪价格达 1612 元/头（周环比+2.5%）.....	6
图 13： 出栏均重未升至 125 公斤/头以上时，情绪及猪价或仍未演绎至极端.....	7
图 14： 2023 年我国猪肉产量或达近年来高点.....	8
图 15： 高猪肉产量年份猪价一般偏低（元/公斤）.....	8
图 16： 2023 年 7 月主要 11 家生猪养殖企业生猪出栏量 1201 万头，同比+26.92%.....	8
图 17： 2023 年 7 月主要 11 家生猪养殖企业出栏量增减不一.....	9
图 18： 7 月各猪企出栏均重环比增减不一（kg/头）.....	9
图 19： 2023 年 7 月 8 家上市猪企销售均价增减不一（元/kg）.....	9
图 20： 牧原股份 7 月出栏生猪 570.0 万头，同比+24.1%.....	10
图 21： 牧原股份 7 月收入 93.45 亿元，均价 13.8 元/公斤.....	10
图 22： 正邦科技 7 月销售生猪 32.5 万头，同比-63.2%.....	10
图 23： 正邦科技 7 月收入 3.21 亿元，均价 13.7 元/公斤.....	10
图 24： 温氏股份 7 月销售生猪 213.1 万头，同比+60.9%.....	10
图 25： 温氏股份 7 月收入 35.34 亿元，均价 14.2 元/公斤.....	10
图 26： 新希望 7 月出栏生猪 138.1 万头，同比+46.5%.....	11
图 27： 新希望 7 月收入 20.59 亿元，均价 14.1 元/公斤.....	11
图 28： 天邦食品 7 月销售生猪 51.1 万头，同比+56.3%.....	11
图 29： 天邦食品 7 月收入 6.93 亿元，均价 14.4 元/公斤.....	11
图 30： 大北农 7 月销售生猪 43.2 万头，同比+59.6%.....	11
图 31： 大北农 7 月收入 6.74 亿元，均价 14.0 元/公斤.....	11
图 32： 唐人神 7 月销售生猪 31.9 万头，同比+75.0%.....	12
图 33： 唐人神 7 月收入 4.61 亿元，同比+35.4%.....	12
图 34： 金新农 7 月销售生猪 7.1 万头，同比-28.0%.....	12
图 35： 金新农 7 月收入 0.93 亿元，均价 14.5 元/公斤.....	12
图 36： 天康生物 7 月销售生猪 25.6 万头，同比+54.1%.....	12
图 37： 天康生物 7 月收入 3.3 亿元，同比+1.2%.....	12

图 38: 傲农生物 7 月生猪出栏量 44.8 万头.....	13
图 39: 中粮家佳康 7 月生猪出栏量 43.8 万头.....	13
表 1: 2023 下半年猪肉整体供给充足, 同比或+8%	7

1、行业：天气情绪共驱短期猪价上涨，能繁去化或放缓但大势不改

天气、情绪及季节等多因素驱动下，7月末猪价开启快速上涨。据涌益咨询，2023年7月全国生猪销售均价为14.39元/公斤，月环比+0.20元/公斤，监控企业月屠宰量452.93万头，同比+52%，环比+2.78%。月末猪价在台风暴雨极端天气及生猪季节性供给短缺影响下快速上涨，压栏二育进一步强化上涨趋势，散户惜售情绪转浓，出栏均重同样由降转升。

图1：天气及情绪驱动下，7月末猪价开启快速上涨

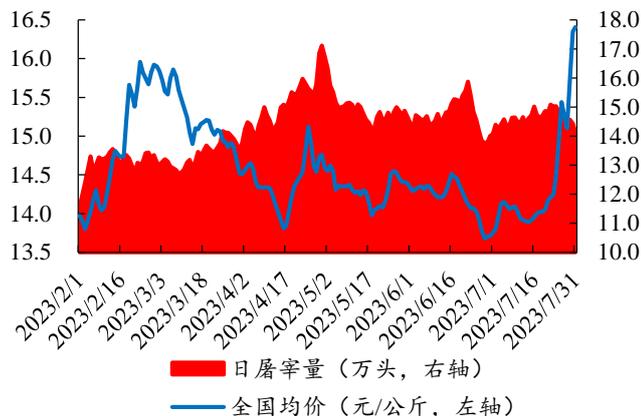
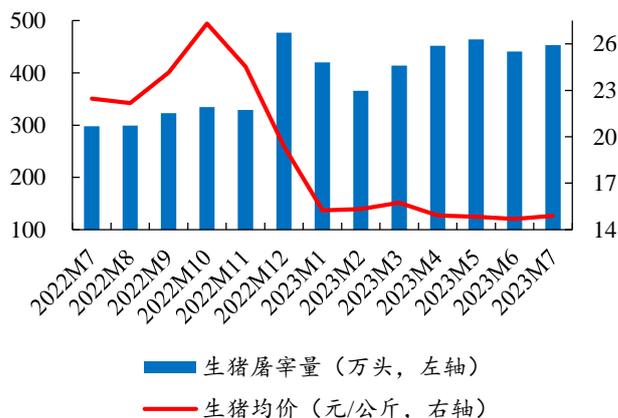


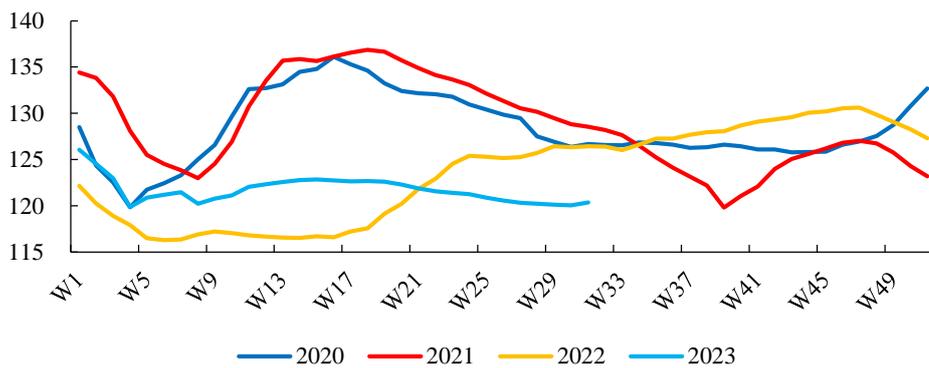
图2：7月涌益监控样本生猪屠宰量同比+52%



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

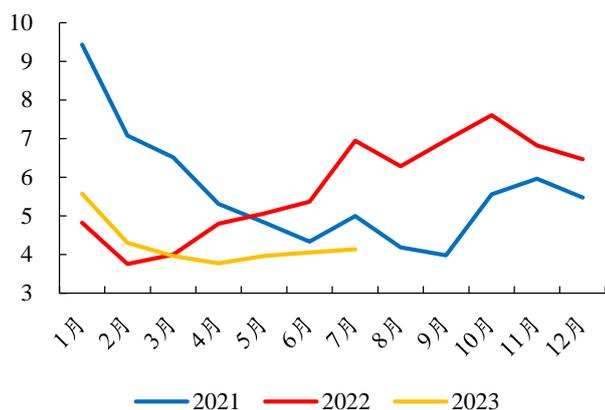
图3：压栏惜售情绪转浓，出栏均重由降转升（公斤/头）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

下游需求环比好转，大猪短期供不应求标肥价差走扩。据涌益咨询，2023年7月监控样本毛白价差4.14元/公斤，环比+0.09元/公斤，月均鲜销率92.4%，环比提升4个百分点，毛白价差及鲜销率提升均反映7月供需格局好转。7月末受天气影响生猪调运难度加大，猪肉冻品库存得到消化，冻品库容率呈下降态势。同时受前期猪价低迷养殖户持续降重影响，市场150kg以上肥猪出栏占比降至相对低位，肥猪短期供不应求，较标猪出现溢价。

图4：7月毛白价差环比保持回升（元/公斤）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图5：7月屠宰鲜销率环比提升，下游走货顺畅



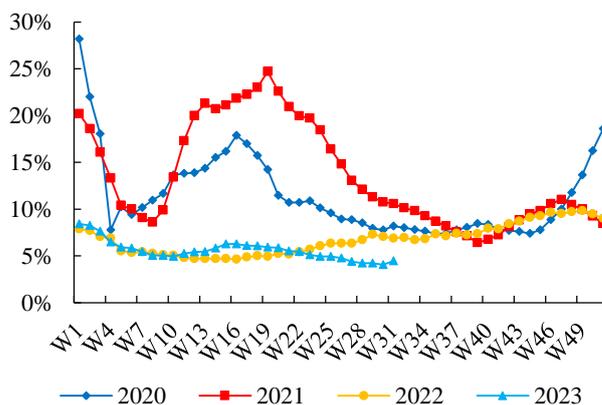
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图6：台风暴雨导致生猪调运难度加大，冻品得到消化



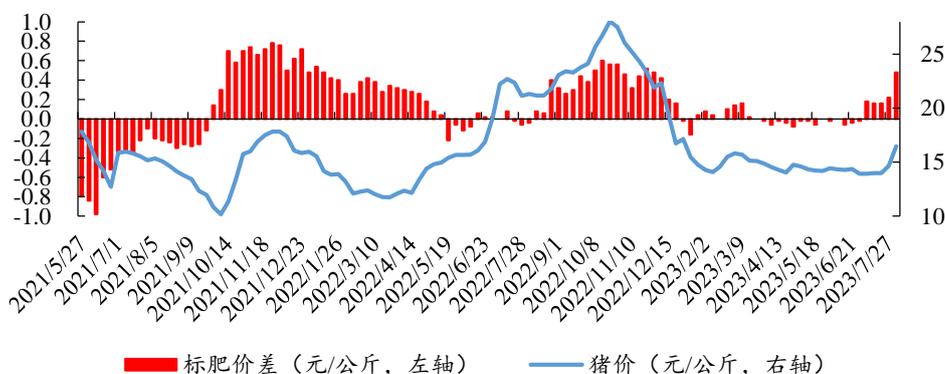
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图7：市场 150kg 以上肥猪出栏占比降至相对低位



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图8：肥猪短期供不应求出现溢价，标肥价差走扩



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

注：标肥价差=150kg 肥猪出栏价-120kg 标猪出栏价

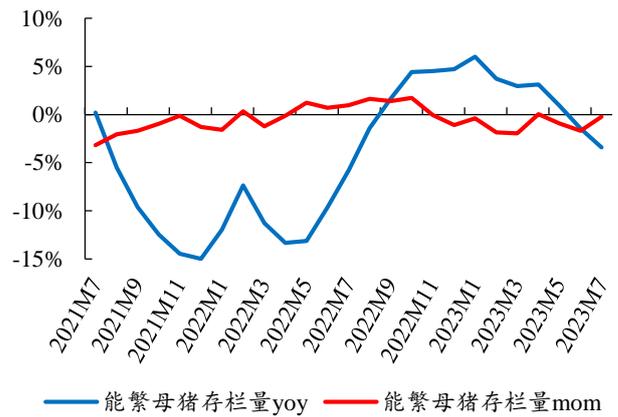
生猪养殖亏损快速收窄，母猪仔猪价格回升或预示能繁去化将进一步放缓。近期猪价大涨生猪养殖亏损快速收窄，7月初行业生猪自繁自养仍亏损337.94元/头，8月初亏损已收窄至38.07元/头。截至2023年8月3日，50kg二元母猪价格1612元/头（周环比+2.5%），15kg仔猪价格465元/头（周环比+1.5%）。母猪仔猪价格同步回升反映市场补栏情绪好转，7月涌益监控样本能繁母猪存栏环比-0.22%，去化幅度同样收窄。从近年Q2-Q4压栏二育看，出栏均重未升至125公斤/头以上时情绪及猪价或仍未演绎至极端，预计8月猪价在压栏二育催化下将维持在成本线以上，能繁去化或将进一步放缓，但同时猪肉增量供给后移压力也在积蓄。

图9：7月末猪价大涨，生猪养殖亏损快速收窄（元/头）



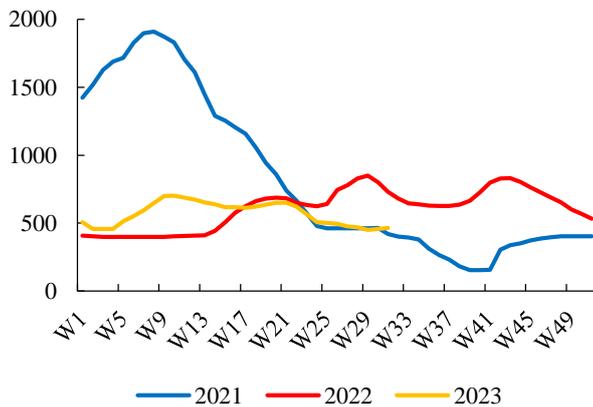
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：7月能繁母猪存栏环比-0.22%，去化幅度收窄



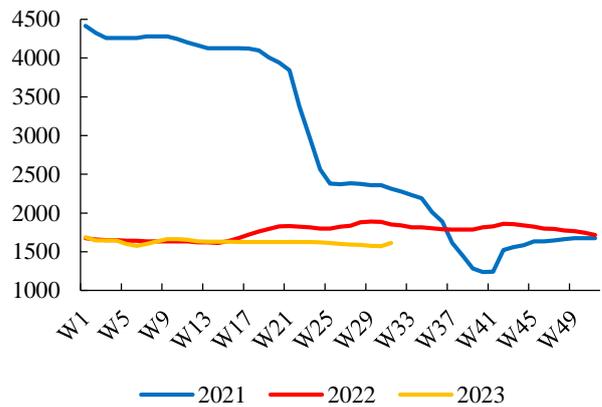
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图11：规模场15kg仔猪价格回升至465元/头



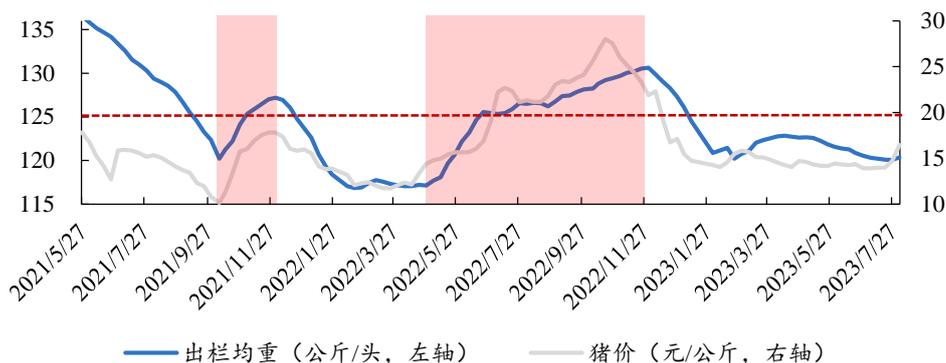
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图12：50kg二元母猪价格达1612元/头（周环比+2.5%）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图13: 出栏均重未升至 125 公斤/头以上时, 情绪及猪价或仍未演绎至极端



数据来源: 涌益咨询、开源证券研究所

下半年猪肉供给整体仍充足, 短期猪价大涨不改能繁长期去化大势。猪价短期虽因天气、季节、压栏惜售及二次育肥等因素驱动快速上涨, 但由情绪及天气驱动的猪价上涨或缺乏持续性。据我们测算, 2023 下半年猪肉供给同比+8%, 则 2023 全年猪肉供给量或超 5800 万吨, 达近年来高位, 非瘟前 2014、2018 年猪肉供给相对高点对应猪价均低于当年平均养殖成本, 我们预计 2023 年生猪均价或在 16 元/公斤左右。下半年若压栏二育情绪演绎过于极端, 则未来某一时点生猪或面临集中抛压猪价大跌风险, 短期猪价上涨虽对能繁去化造成扰动, 但 2023 下半年整体猪肉供给充足叠加能繁存栏处相对高位、母猪生产性能恢复, 能繁去化是大势所趋。

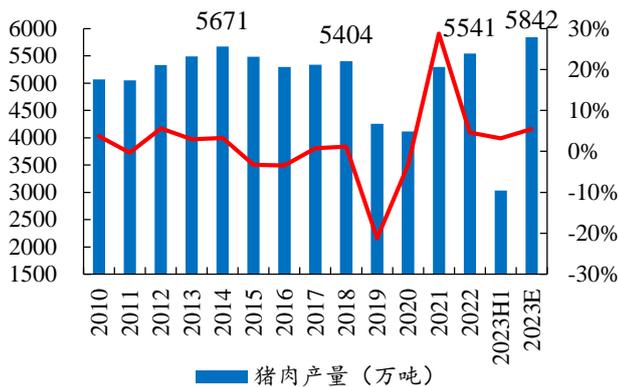
表1: 2023 下半年猪肉整体供给充足, 同比或+8%

	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2E	2023H2 环比倍数	2023H2 同比倍数
能繁存栏 (万头)	4474.86	4331.67	4242.17	4371.53	1.03	1.01
配种率	22.29%	23.46%	22.46%	22.13%	0.99	0.94
配种分娩率	72.71%	68.55%	73.59%	74.62%	1.01	1.09
窝均健仔数	10.35	10.30	10.90	10.89	1.00	1.06
断奶成活率	86.11%	87.02%	88.58%	88.35%	1.00	1.02
育肥成活率	87.60%	89.91%	88.60%	90.12%	1.02	1.00
出栏均重 (公斤/头)	118.70	127.83	121.71	124.00	1.02	0.97
标准化新生健仔数	1.00	0.95	1.02	1.05	1.03	1.10
标准化断奶仔猪供给	1.00	0.96	1.05	1.07	1.03	1.11
标准化生猪供给	1.00	0.99	1.06	1.10	1.04	1.12
标准化猪肉供给	1.00	1.07	1.09	1.15	1.06	1.08

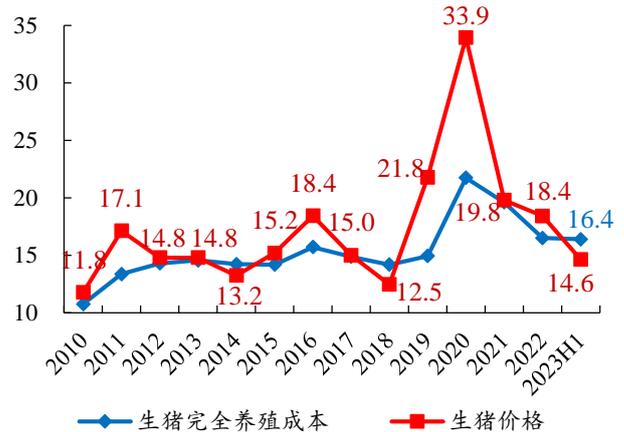
数据来源: Wind、涌益咨询、开源证券研究所

注 1: 能繁存栏、配种率为半年度对应月份前推 10 个月的月度均值; 配种分娩率、窝均健仔数为前推 6 个月; 断奶成活率为前推 5 个月

注 2: 标准化新生健仔数及断奶仔猪供给均为期间生猪出栏对应的前期值

图14：2023年我国猪肉产量或达近年来高点


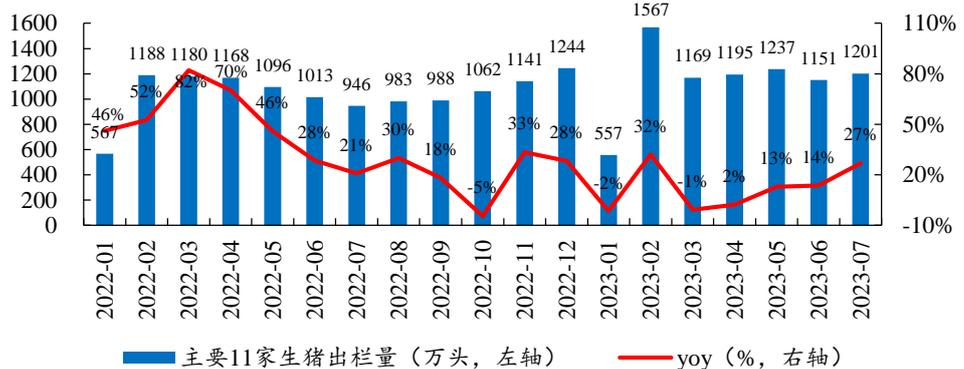
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：高猪肉产量年份猪价一般偏低（元/公斤）


数据来源：全国农产品成本收益资料汇编、涌益咨询、开源证券研究所

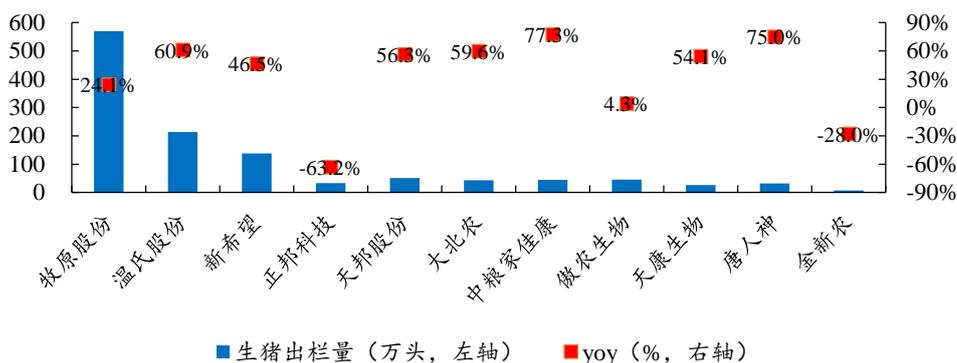
2、7月上市猪企生猪出栏量同比、均重环比增减不一

截止2023年8月10日，主要11家生猪养殖上市企业均已发布7月生猪销售数据。生猪养殖上市企业7月合计出栏生猪1201万头，同比+26.92%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份、大北农、中粮家佳康、傲农生物、天康生物、唐人神、金新农7月出栏量分别为570.00/213.11/138.06/32.52/51.10/43.15/43.80/44.76/25.57/31.87/7.06万头，分别同比+24.1%、+60.9%、+46.5%、-63.2%、+56.3%、+59.6%、+77.3%、+4.3%、+54.1%、+75%、-28%。

图16：2023年7月主要11家生猪养殖企业生猪出栏量1201万头，同比+26.92%


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

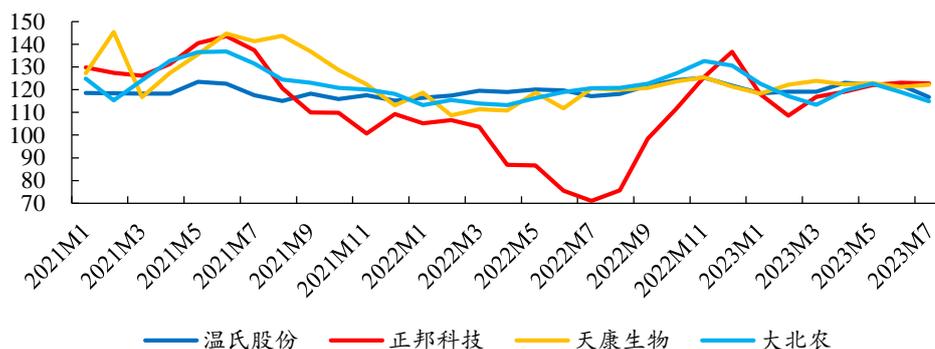
图17: 2023年7月主要11家生猪养殖企业出栏量增减不一



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

出栏均重方面, 4家企业公布出栏均重, 生猪出栏均重环比增减不一, 温氏股份、正邦科技、天康生物、大北农7月商品猪出栏均重分别为116.7/122.8/122.2/114.9公斤/头, 分别环比变动-5.3/-0.3/+1.0/-4.1公斤/头。

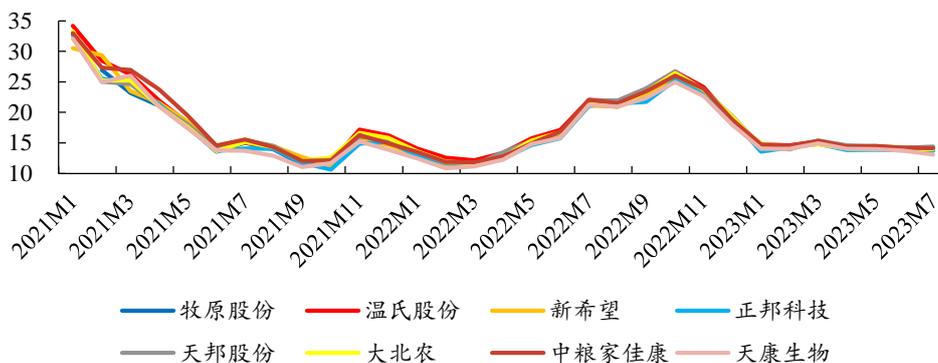
图18: 7月各猪企出栏均重环比增减不一 (kg/头)



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

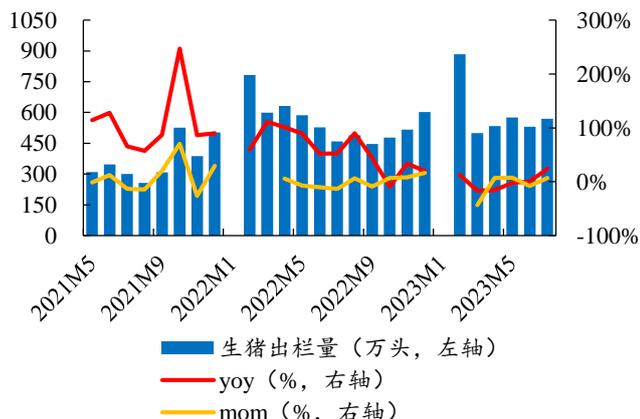
销售均价方面, 主要8家上市猪企销售均价增减不一, 牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份、大北农、中粮家佳康、天康生物7月商品猪销售均价分别为13.8/14.2/14.1/13.7/14.4/14.0/14.2/13.1元/公斤, 分别环比变动-0.1%/-0.4%/-1%/-0.3%/+1.6%/+0.2%/-0.4%/-4.6%。

图19: 2023年7月8家上市猪企销售均价增减不一 (元/kg)



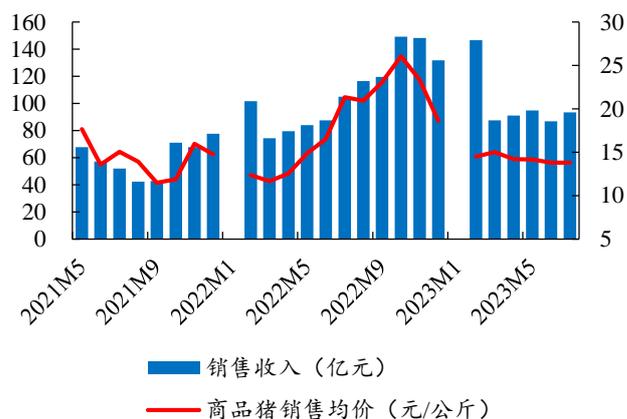
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图20: 牧原股份7月出栏生猪570.0万头, 同比+24.1%



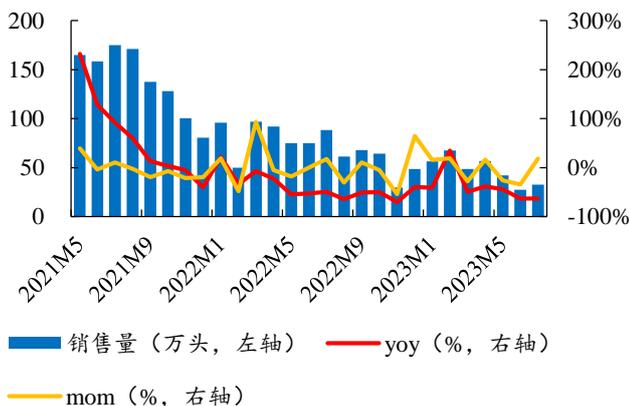
数据来源: 牧原股份公告、开源证券研究所

图21: 牧原股份7月收入93.45亿元, 均价13.8元/公斤



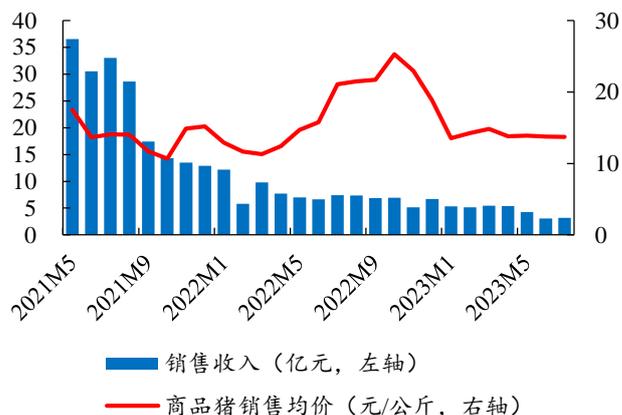
数据来源: 牧原股份公告、开源证券研究所

图22: 正邦科技7月销售生猪32.5万头, 同比-63.2%



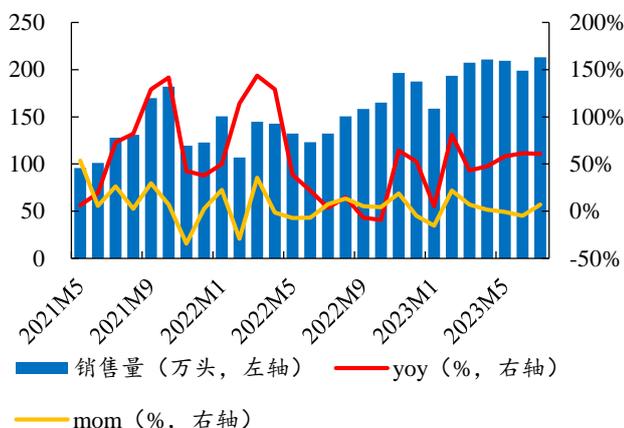
数据来源: 正邦科技公告、开源证券研究所

图23: 正邦科技7月收入3.21亿元, 均价13.7元/公斤



数据来源: 正邦科技公告、开源证券研究所

图24: 温氏股份7月销售生猪213.1万头, 同比+60.9%



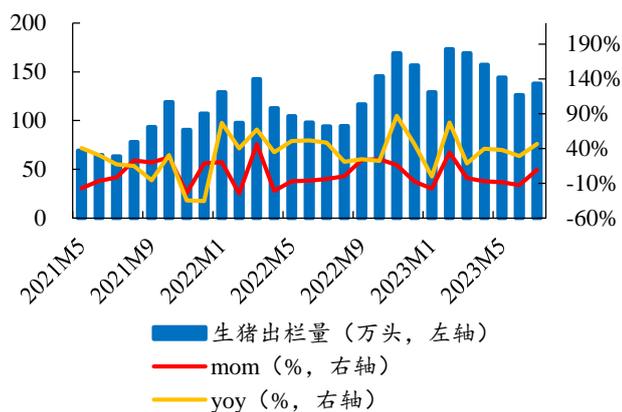
数据来源: 温氏股份公告、开源证券研究所

图25: 温氏股份7月收入35.34亿元, 均价14.2元/公斤



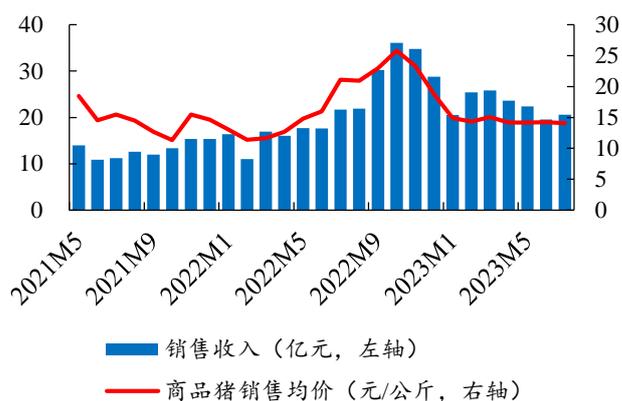
数据来源: 温氏股份公告、开源证券研究所

图26: 新希望7月出栏生猪138.1万头, 同比+46.5%



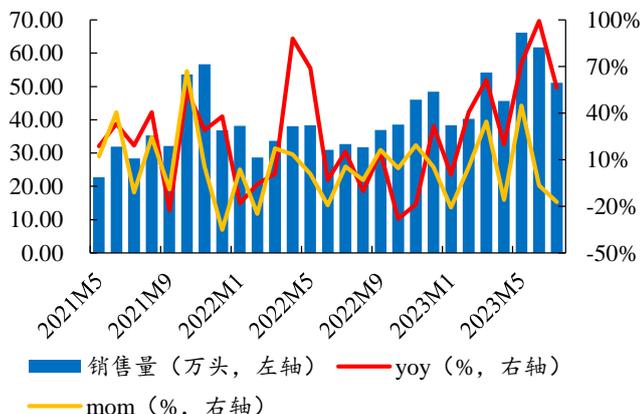
数据来源: 新希望公告、开源证券研究所

图27: 新希望7月收入20.59亿元, 均价14.1元/公斤



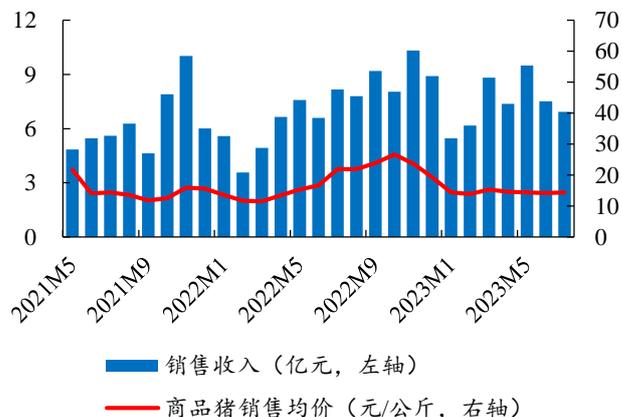
数据来源: 新希望公告、开源证券研究所

图28: 天邦食品7月销售生猪51.1万头, 同比+56.3%



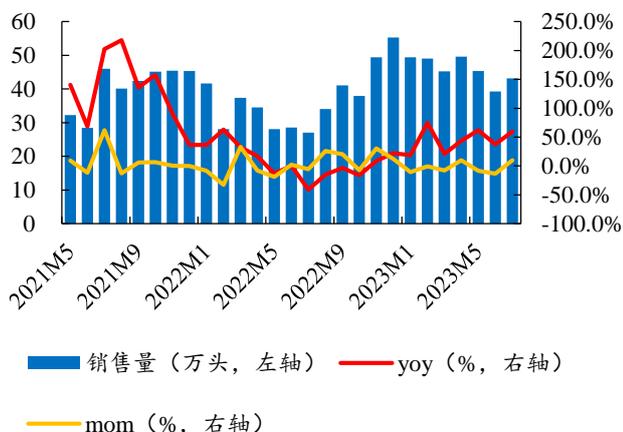
数据来源: 天邦食品公告、开源证券研究所

图29: 天邦食品7月收入6.93亿元, 均价14.4元/公斤



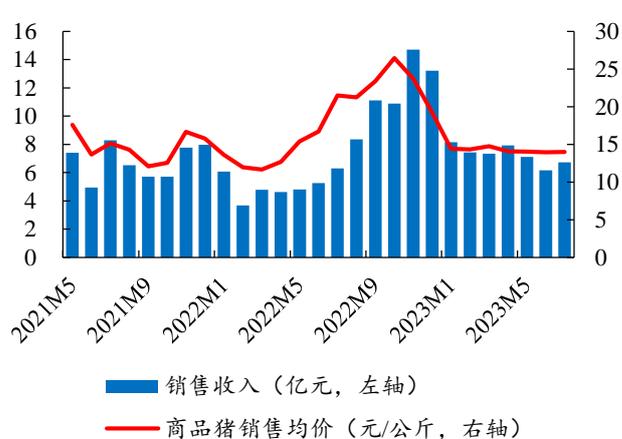
数据来源: 天邦食品公告、开源证券研究所

图30: 大北农7月销售生猪43.2万头, 同比+59.6%



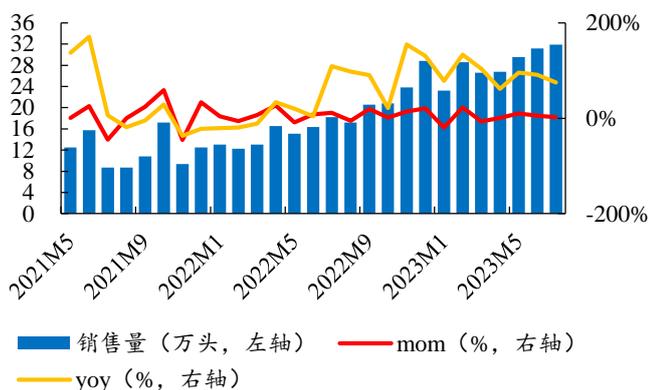
数据来源: 大北农公告、开源证券研究所

图31: 大北农7月收入6.74亿元, 均价14.0元/公斤



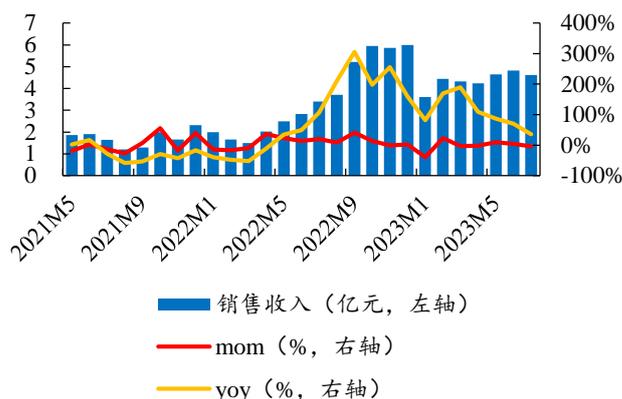
数据来源: 大北农公告、开源证券研究所

图32: 唐人神7月销售生猪 31.9 万头, 同比+75.0%



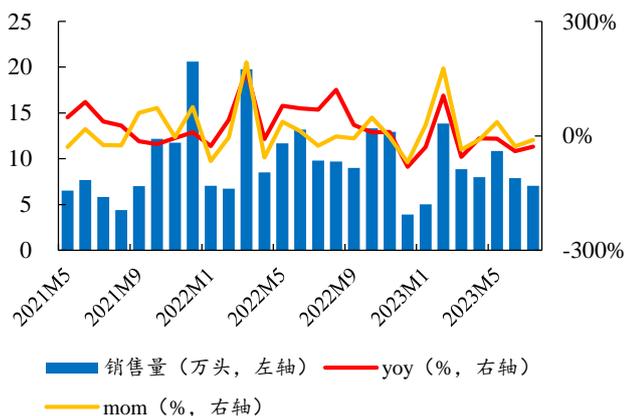
数据来源: 唐人神公告、开源证券研究所

图33: 唐人神7月收入 4.61 亿元, 同比+35.4%



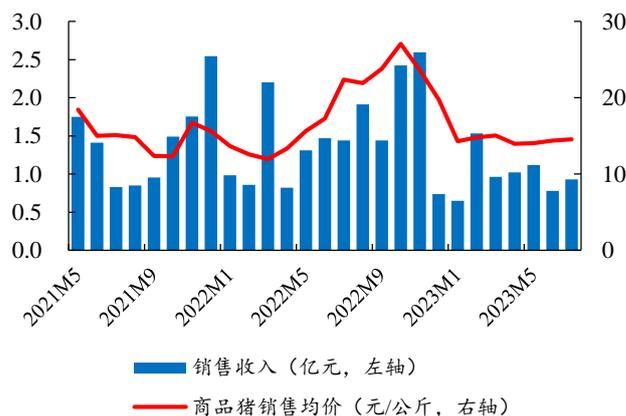
数据来源: 唐人神公告、开源证券研究所

图34: 金新农7月销售生猪 7.1 万头, 同比-28.0%



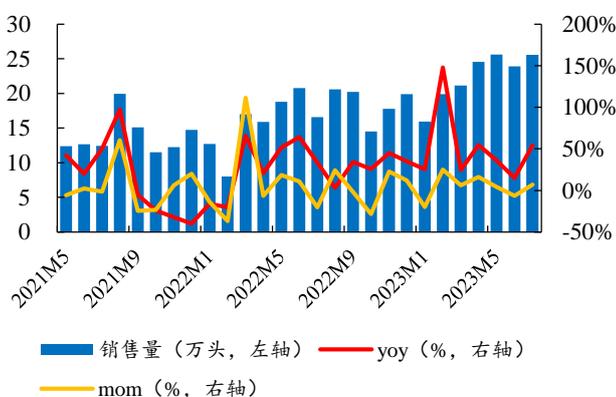
数据来源: 金新农公告、开源证券研究所

图35: 金新农7月收入 0.93 亿元, 均价 14.5 元/公斤



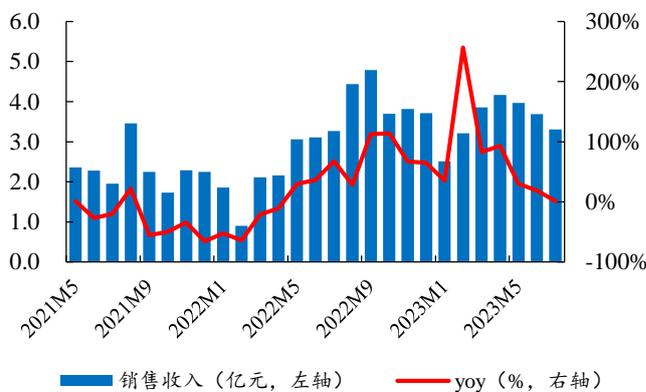
数据来源: 金新农公告、开源证券研究所

图36: 天康生物7月销售生猪 25.6 万头, 同比+54.1%

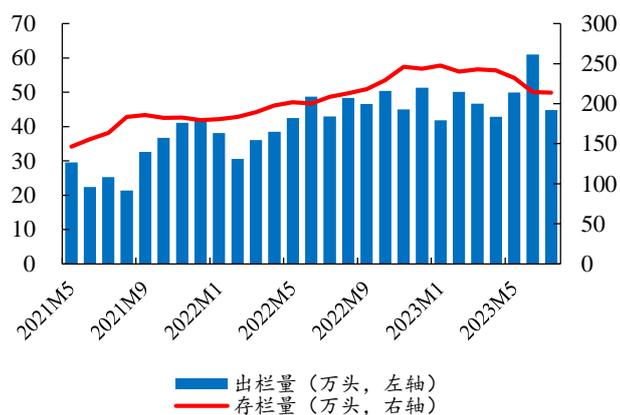


数据来源: 天康生物公告、开源证券研究所

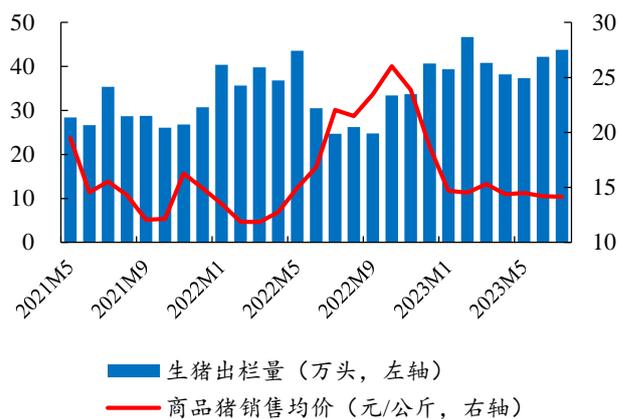
图37: 天康生物7月收入 3.3 亿元, 同比+1.2%



数据来源: 天康生物公告、开源证券研究所

图38：傲农生物7月生猪出栏量44.8万头


数据来源：傲农生物公告、开源证券研究所

图39：中粮家佳康7月生猪出栏量43.8万头


数据来源：中粮家佳康公告、开源证券研究所

3、风险提示

猪价景气度不及预期，上市公司养殖成本下降不及预期。

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R3（中风险），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C3、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C3、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（underperform）	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（underperform）	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。

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10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