

## 农林牧渔

2021年12月15日

## 11月肉鸡销售均价环比上涨，销量、收入环比减少

——行业点评报告

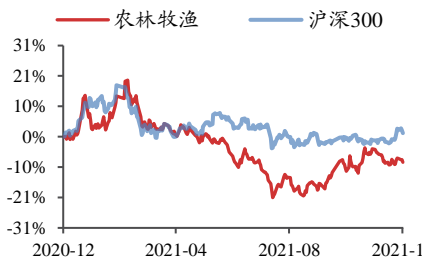
投资评级：看好（维持）

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《行业点评报告-11月猪企销售均价环比提升，出栏量环比下降》-2021.12.13

《行业周报-布局猪周期“乍暖还寒”时》-2021.12.13

《行业周报-我国玉米品种换代改良趋势显现》-2021.12.5

#### ● 11月黄羽及白羽鸡补栏量收缩，种鸡存栏量均环比减少

根据新牧网的监测数据，11月全国慢、中、快速黄羽鸡销售均价分别为8.8/7.3/6.8元/斤，分别环比上月上涨7.5%/1.9%/7.2%。根据博亚和讯监测数据，11月全国白羽肉鸡销售均价7.7元/公斤，环比上涨7.7%。受益于销售均价环比上涨，行业盈利能力亦环比改善。

**白羽鸡：**样本企业11月白羽鸡父母代鸡苗及商品代鸡苗销量分别为490.2万套及2.9亿羽，分别环比变动-19.0%及-0.5%。截至11月末，样本企业父母代鸡苗价格37.5元/套，环比上涨8.8%；商品代鸡苗价格1.8元/只，环比上涨78.2%。

**黄羽鸡：**样本企业11月黄羽鸡父母代鸡苗及商品代鸡苗销量分别为481.0万套及1.2亿羽，分别环比变动-1.0%及-7.6%。截至11月末，样本企业父母代鸡苗价格9.9元/套，环比-9.6%；商品代鸡苗价格1.8元/只，环比+10.6%。

**蛋鸡：**据博亚和讯数据，11月末蛋鸡苗价格3.3元/只，鸡蛋棚前批发价9.4元/公斤，分别环比变动+24.5%、-8.1%。国家发改委数据，11月末全国平均鸡蛋出厂价9.5元/公斤，环比-5.2%，蛋鸡养殖利润52.1元/羽，环比-16.5%。

#### ● 11月白羽肉鸡苗销售均价环比上涨，蛋鸡苗均价亦环比上涨

11月益生股份鸡苗销量5010.4万只，同、环比分别变动+18.8%及+2.3%；民和股份鸡苗销量2470.1万只，同、环比分别变动-13.51%及-4.03%。销售收入及均价方面，11月益生股份鸡苗销售均价2.2元/羽，环比上涨0.77元/羽，销售收入为1.1亿元，环比+58.3%；民和股份鸡苗销售均价1.69元/羽，环比上涨0.45元/羽，销售收入为0.42亿元，环比+30.4%。晓鸣股份11月鸡产品销售量1532.3万只，环比-6.0%；销售收入0.49亿元，环比-2.6%；销售均价3.2元/羽，环比+3.1%。

#### ● 11月鸡肉销量、收入环比下降，销售均价环比变动不一

仙坛股份11月鸡肉销量（抵减后）为3.25万吨，同、环比分别变动+21.23%、-10.71%；销售均价8572.5元/吨，环比+2.93%。圣农发展11月实现鸡肉销量（抵减前）9.45万吨，同、环比分别变动+3.73%、-11.10%；鸡肉销售均价为9830.7元/吨，环比-1.41%。

#### ● 11月黄羽鸡销量、收入环比下降，均价环比变动不一

温氏股份11月肉鸡销量为1.03亿只，同、环比分别变动+13.39%、-9.62%；销售均价为14.37元/公斤，同、环比分别变动+14.41%、+8.05%。立华股份11月销售肉鸡3096.19万只，同、环比分别变动+0.49%、-5.82%；销售均价为13.72元/公斤，同、环比分别变动+18.28%、+7.02%。湘佳股份11月活禽销售374.82万只，同、环比分别变动+17.99%、-1.16%；销售单价为11.95元/公斤，同、环比分别变动+17.47%、+1.56%。

**● 风险提示：**禽养殖产业链供给大幅增加，价格下跌企业亏损；禽业疫病的不确定性使行业面临系统性风险；下游消费复苏不及预期。

## 目 录

1、 11月黄、白肉鸡价格环比上涨，行业盈利能力环比改善	4
2、 11月黄羽及白羽鸡补栏量收缩，种鸡存栏量均环比减少	6
2.1、 11月黄羽鸡父母代及商品代鸡苗补栏环比下降	6
2.2、 11月白羽鸡补栏环比增加，鸡苗均价环比下跌，种鸡存栏居高	7
3、 11月白羽肉鸡苗销售均价环比上涨，蛋鸡苗均价环比上涨	8
4、 11月鸡肉销量、收入环比下降，销售均价环比变动不一	10
5、 11月黄羽鸡销量、收入环比下降，均价环比变动不一	10
6、 风险提示	12

## 图表目录

图 1: 11月黄羽鸡销售均价环比上涨	4
图 2: 11月白羽鸡销售均价环比上涨	4
图 3: 11月黄羽鸡盈利能力改善明显	4
图 4: 11月白羽鸡盈利实现扭亏为盈	4
图 5: 饲料费用是肉鸡养殖的成本起到决定性作用	5
图 6: 2021年全年黄羽鸡苗价格波动相对较小	5
图 7: 饲料成本持续上行成为托高整体的关键	5
图 8: 11月黄羽鸡父母代鸡苗销量环比减少(万套)	6
图 9: 10月黄羽鸡商品代鸡苗销量环比减少(万羽)	6
图 10: 黄羽鸡父母代鸡苗价格环比下跌，商品代鸡苗价格环比上涨	6
图 11: 11月黄羽祖代种鸡存栏量环比减少(万套)	7
图 12: 11月黄羽父母代种鸡存栏量环比增加(万羽)	7
图 13: 11月白羽鸡父母代鸡苗销量环比减少(万套)	7
图 14: 11月白羽鸡商品代鸡苗销量环比减少(亿羽)	7
图 15: 11月白羽鸡父母代及商品代鸡苗价格均环比上涨	7
图 16: 11月白羽祖代种鸡存栏量环比下降(万套)	8
图 17: 11月白羽父母代种鸡存栏量环比下降(亿羽)	8
图 18: 11月蛋鸡苗价格环比上涨、鸡蛋价格环比下跌	8
图 19: 11月蛋鸡养殖利润同比下降	8
图 20: 益生股份11月鸡苗销量环比增加	9
图 21: 益生股份11月销售均价、收入环比增加	9
图 22: 民和股份11月鸡苗销量环比减少	9
图 23: 民和股份11月销售均价、收入环比下降	9
图 24: 晓鸣股份11月鸡产品销量环比减少	9
图 25: 晓鸣股份11月销售均价及收入环比下降	9
图 26: 仙坛股份11月鸡肉销量下降	10
图 27: 仙坛股份11月鸡肉销售收入环比减少	10
图 28: 圣农发展11月鸡肉销量下降，肉制品销量上涨	10
图 29: 圣农发展11月肉制品销售收入环比下降	10
图 30: 温氏股份11月肉鸡销售量环比减少	11
图 31: 温氏股份11月肉鸡收入环比减少、均价环比提升	11
图 32: 立华股份11月肉鸡销量环比减少	11

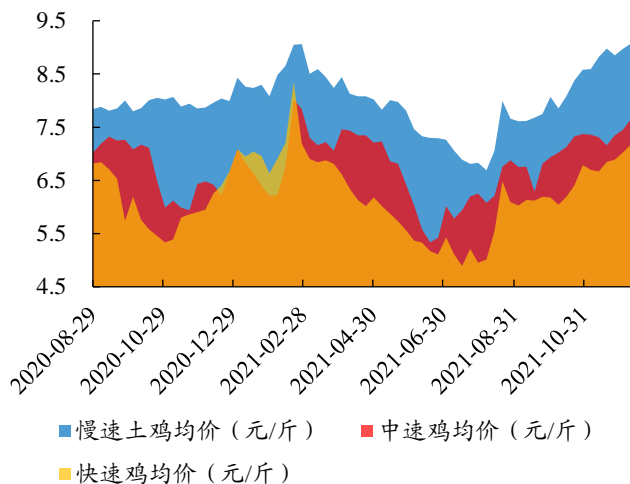
---

图 33: 立华股份 11 月肉鸡销售收入及均价环比提升.....	11
图 34: 湘佳股份 11 月活禽销量环比减少 .....	12
图 35: 湘佳股份 11 月活禽销售收入及均价环比提升.....	12
表 1: 四大肉鸡品类在生长周期及养殖效率方面存在明显差异.....	5

## 1、11月黄、白肉鸡价格环比上涨，行业盈利能力环比改善

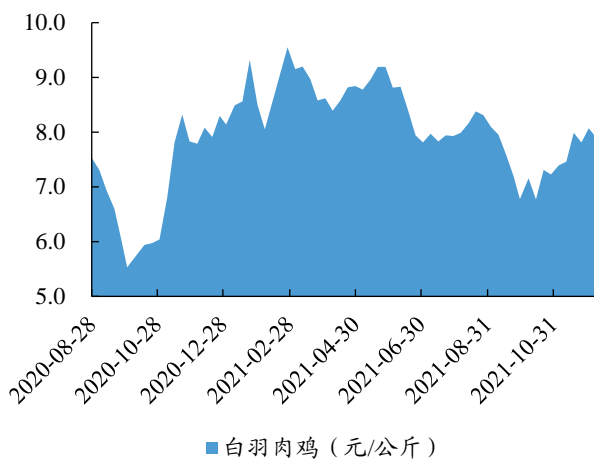
11月肉鸡价格均环比上涨，行业盈利能力环比改善。根据新牧网的监测数据，11月全国慢、中、快速黄羽鸡销售均价分别为8.8/7.3/6.8元/斤，分别环比上月上涨7.5%/1.9%/7.2%。据博亚和讯数据，11月全国白羽肉鸡销售均价7.7元/公斤，环比上涨7.7%。受益于销售均价环比上涨，行业盈利能力亦环比改善。

图1: 11月黄羽鸡销售均价环比上涨



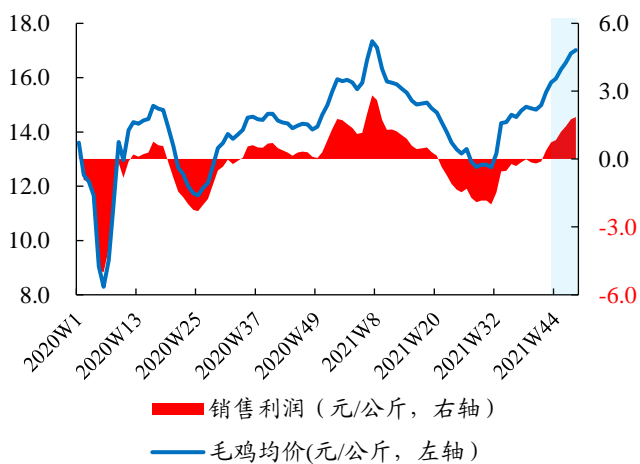
数据来源：新牧网、开源证券研究所

图2: 11月白羽鸡销售均价环比上涨



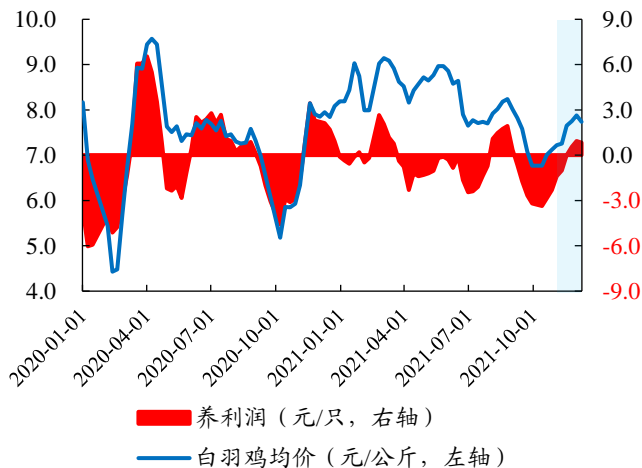
数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

图3: 11月黄羽鸡盈利能力改善明显



数据来源：中国禽业协会、开源证券研究所

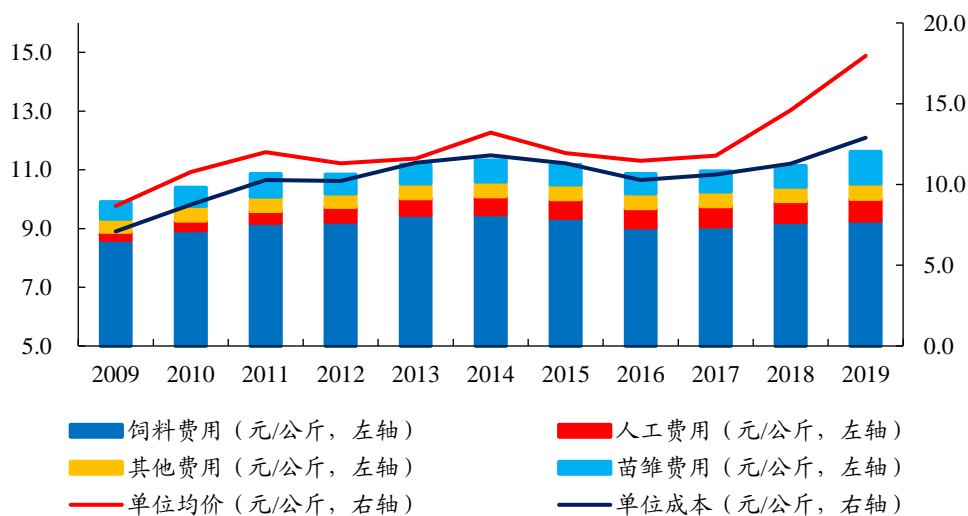
图4: 11月白羽鸡盈利实现扭亏为盈



数据来源：国家发改委价格司、开源证券研究所

肉鸡短期盈利能力主要受到饲料成本及猪肉价格的压制。我国四大肉鸡品类在生长周期及料肉比方面存在较明显差异，但养殖成本结构相近。肉禽养殖主要成本项为饲料费用、雏雏费用，合计约占到肉鸡全养殖成本的80%以上。而人工费用及其他费用项相对占比较低，且较为固定。因此行业盈亏的转换除“需求-供给-价格”的强弱变化外，成本支撑因素和价格压制因素亦值得关注。当前阶段，黄羽鸡的价格压力主要来自于两个方面：首先是猪肉价格所显现出的消费性价比对黄羽鸡消费需求产生一定的替代效应；另一方面在来自于期间饲料成本的上行。继而导致黄羽鸡价格上下行通道趋窄，维持在盈亏平衡线附近。

图5: 饲料费用是肉鸡养殖的成本起到决定性作用



数据来源:《全国农产品成本收益资料汇编》、开源证券研究所

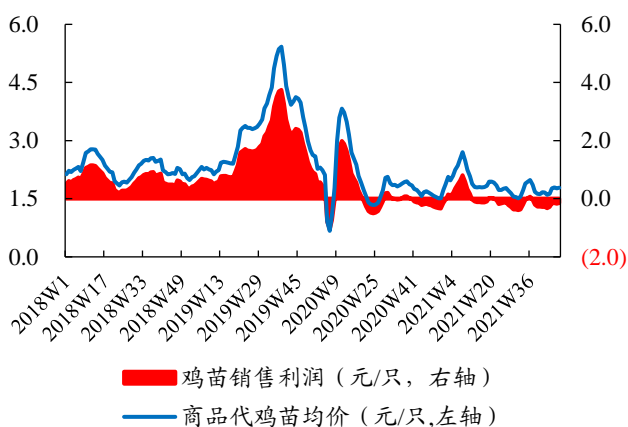
表1: 四大肉鸡品类在生长周期及养殖效率方面存在明显差异

细分品种	黄羽鸡 (国鸡)			白羽鸡
	快速鸡	中速鸡	慢速鸡	快速型
生长周期 (天)	42-65D	66-90D	90D+	38-42D
出栏均重 (只/kg)	1.8	1.5	2.0	2.5
料肉比	2.0	2.5	3.0	1.7
销售渠道	农批为主, 少量商超零售			连锁快餐为主
交易方式	活禽为主, 少量冰鲜整鸡			分割冻品为主

资料来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

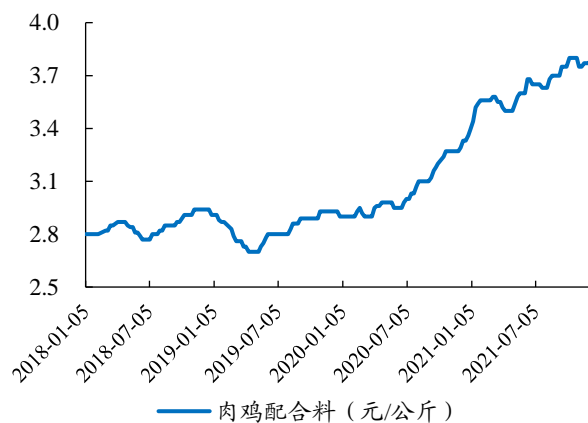
**饲料成本上行, 成为行业利润兑现减弱的痛点。**根据中国禽业协会数据, 11月末全国商品代鸡苗销售均价 1.77 元/只, 环比上涨 10.6%; 商品代鸡苗成本价 1.94 元/只, 环比上涨 0.7%。全年来看, 2021 年黄羽鸡苗价格波动相对较小, 并不对养殖成本构成显著影响, 而饲料价格上行则成为短期行业成本陷入困境的关键。根据国家发改委价格司数据, 11 月全国肉鸡配合料销售均价为 3.76 元/公斤, 同比增长 15.0%, 较 2018 年同期则增长 28.2%。

图6: 2021 年全年黄羽鸡苗价格波动相对较小



资料来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

图7: 饲料成本持续上行成为托高整体的关键



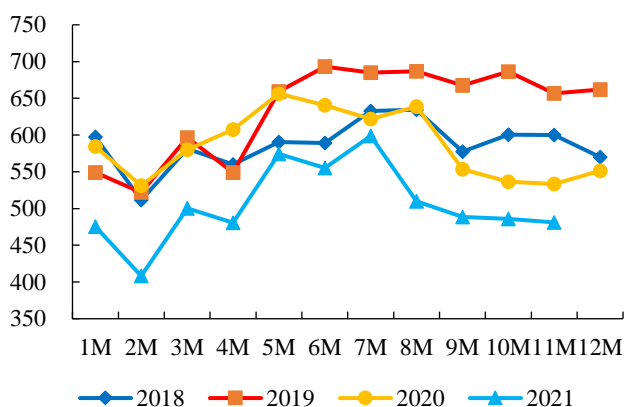
资料来源: Wind、开源证券研究所

## 2、11月黄羽及白羽鸡补栏量收缩，种鸡存栏量均环比减少

### 2.1、11月黄羽鸡父母代及商品代鸡苗补栏环比下降

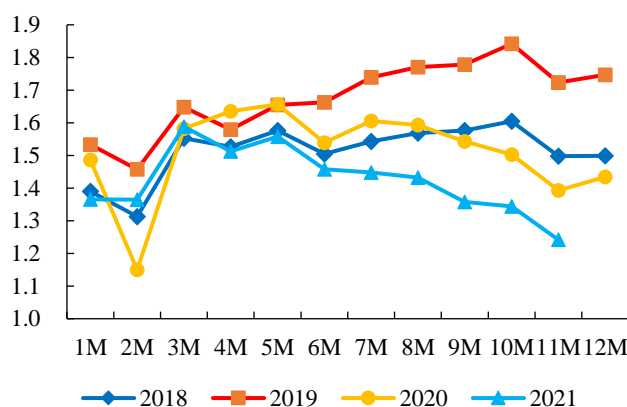
从鸡苗销售量及销售均价来看，中国禽业协会数据，样本企业11月黄羽鸡父母代鸡苗及商品代鸡苗销量分别为481.0万套及1.2亿羽，分别环比变动-1.0%及-7.6%。截至11月末，样本企业父母代鸡苗价格9.9元/套，环比-9.6%；商品代鸡苗价格1.8元/只，环比+10.6%。

图8: 11月黄羽鸡父母代鸡苗销量环比减少(万套)



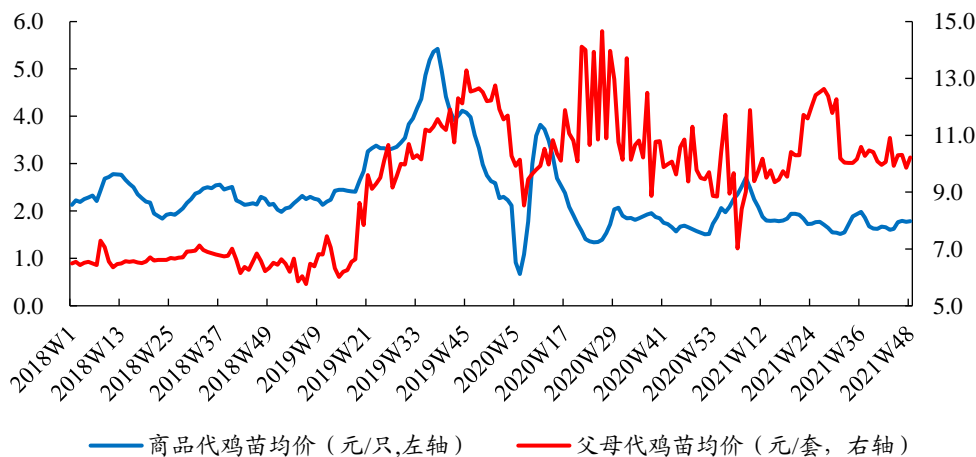
数据来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

图9: 10月黄羽鸡商品代鸡苗销量环比减少(万羽)



数据来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

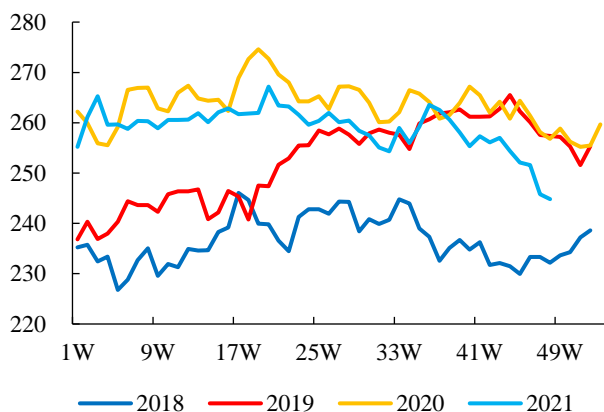
图10: 黄羽鸡父母代鸡苗价格环比下跌, 商品代鸡苗价格环比上涨



资料来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

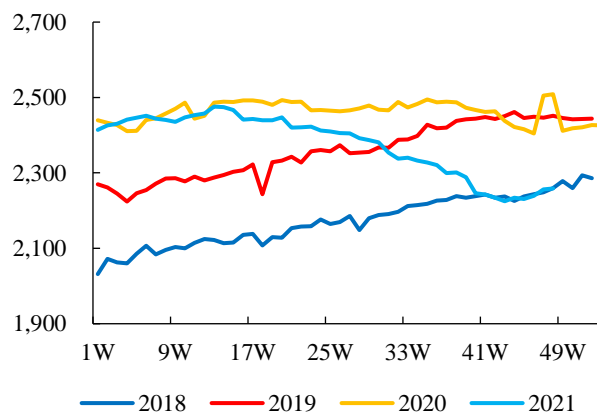
11月黄羽祖代肉种鸡存栏均环比减少, 父母代肉种鸡存栏环比增加。11月中国禽业协会监控数据, 黄羽祖代种鸡总存栏量245.8万套, 环比-4.4%; 父母代种鸡总存栏2256.2万套, 环比+1.4%。当前阶段, 行业黄羽鸡存栏量于2018年同期基本吻合。当前阶段行业存栏变动影响因素较多, 主要包含季节性调整及对2022年价格及成本的预期的影响, 行业产能去化趋势及幅度轻若仍需时间验证。

图11: 11月黄羽祖代种鸡存栏量环比减少(万套)



数据来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

图12: 11月黄羽父母代种鸡存栏量环比增加(万羽)

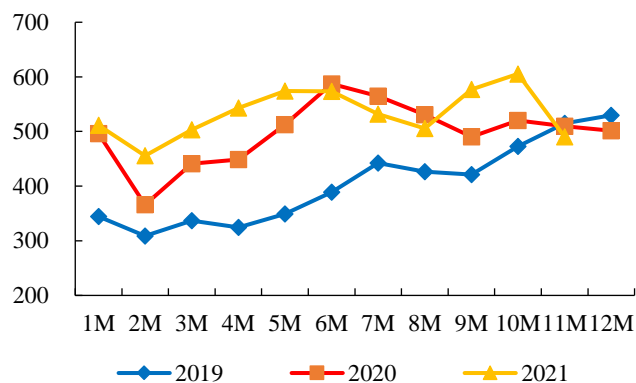


数据来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

## 2.2、11月白羽鸡补栏环比增加, 鸡苗均价环比下跌, 种鸡存栏居高

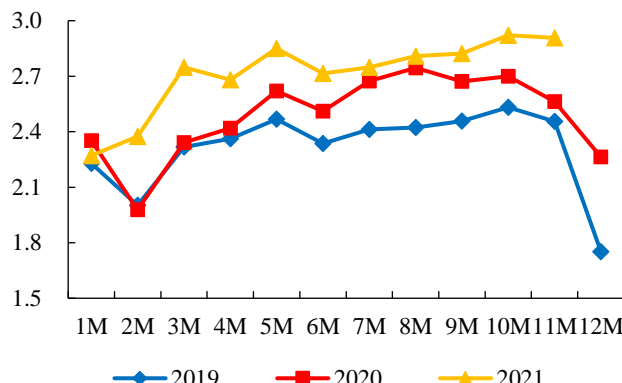
从鸡苗销量及销售均价来看, 据中国禽业协会数据, 样本企业11月白羽鸡父母代鸡苗及商品代鸡苗销量分别为490.2万套及2.9亿羽, 分别环比变动-19.0%及-0.5%。截至11月末, 样本企业父母代鸡苗价格37.5元/套, 环比上涨8.8%; 商品代鸡苗价格1.8元/只, 环比上涨78.2%。

图13: 11月白羽鸡父母代鸡苗销量环比减少(万套)



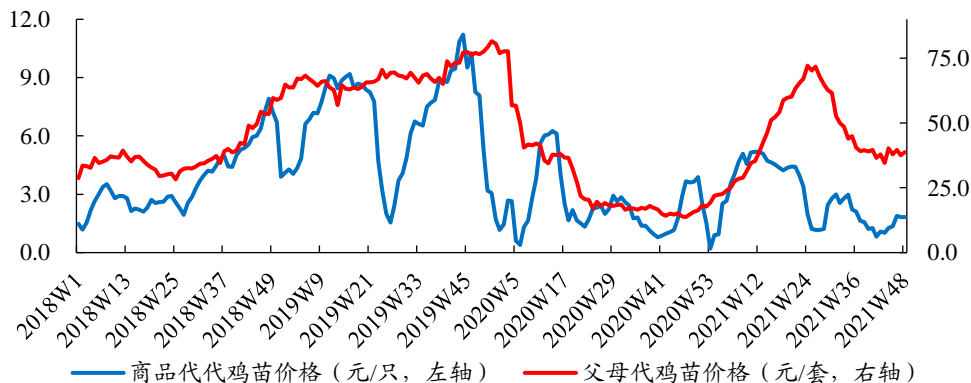
数据来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

图14: 11月白羽鸡商品代鸡苗销量环比减少(亿羽)



数据来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

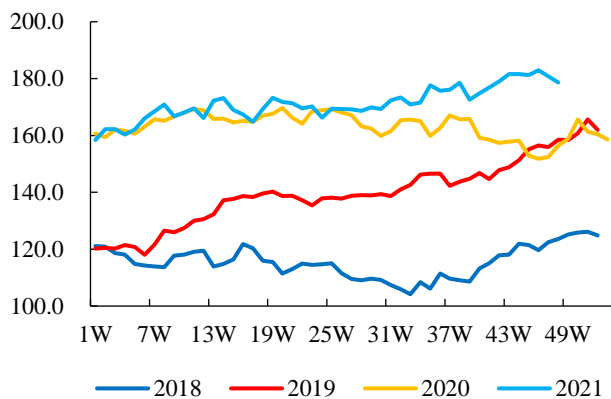
图15: 11月白羽鸡父母代及商品代鸡苗价格均环比上涨



数据来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

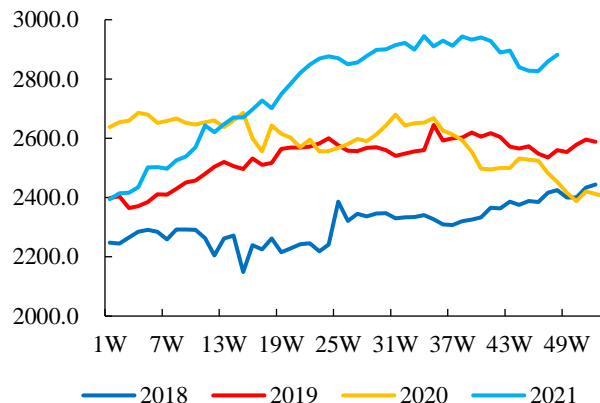
**种鸡存栏量环比下降，绝对量处于高位。**11月中国禽业协会监控数据，白羽祖代种鸡总存栏量178.7万套，环比-1.6%；父母代种鸡总存栏2881.7万套，环比-1.3%，11月预计产能变动幅度有限，产能绝对量处于历史同期高位。

图16: 11月白羽祖代种鸡存栏量环比下降(万套)



数据来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

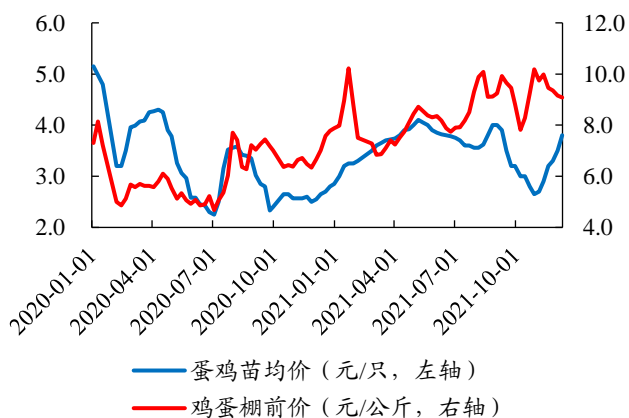
图17: 11月白羽父母代种鸡存栏量环比下降(亿羽)



数据来源: 中国禽业协会、开源证券研究所

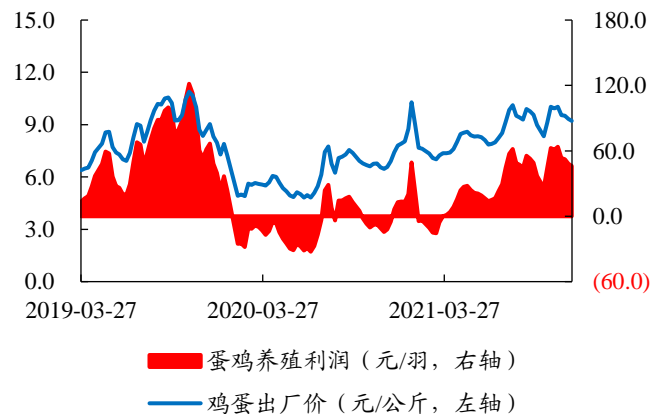
**11月鸡蛋出厂价环比上涨，蛋鸡养殖利润环比提升。**据博亚和讯数据，11月末蛋鸡苗价格3.3元/只，鸡蛋棚前批发价9.4元/公斤，分别环比变动+24.5%、-8.1%。国家发改委数据，11月末全国平均鸡蛋出厂价9.5元/公斤，环比-5.2%，蛋鸡养殖利润52.1元/羽，环比-16.5%。进入消费旺季，鸡蛋消费需求走旺，鸡蛋价格继续维持高位。

图18: 11月蛋鸡苗价格环比上涨、鸡蛋价格环比下跌



数据来源: 博亚和讯、开源证券研究所

图19: 11月蛋鸡养殖利润同比下降



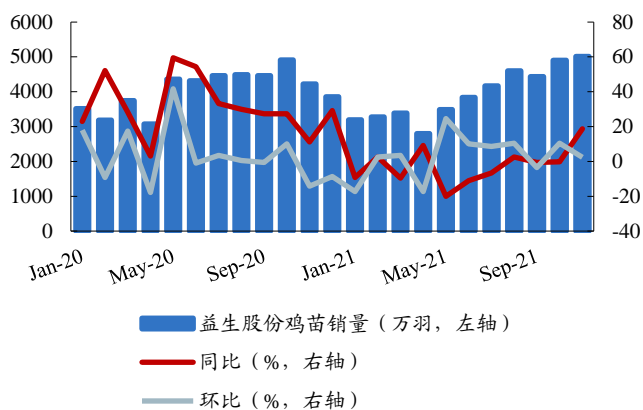
数据来源: 博亚和讯、开源证券研究所

### 3、11月白羽肉鸡苗销售均价环比上涨，蛋鸡苗均价环比上涨

公司公告显示，11月益生股份鸡苗销量5010.4万只，同、环比分别变动+18.8%及+2.3%；民和股份鸡苗销量2470.1万只，同、环比分别变动-8.50%及-4.41%。销售收入及均价方面，11月益生股份鸡苗销售均价2.2元/羽，环比上涨0.77元/羽，销售收入为1.1亿元，环比+58.3%；民和股份鸡苗销售均价1.69元/羽，环比上涨0.45元/羽，销售收入为0.42亿元，环比+30.4%。

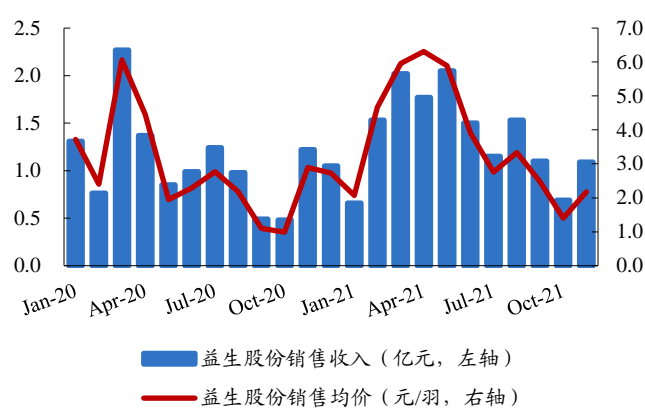


图20: 益生股份 11 月鸡苗销量环比增加



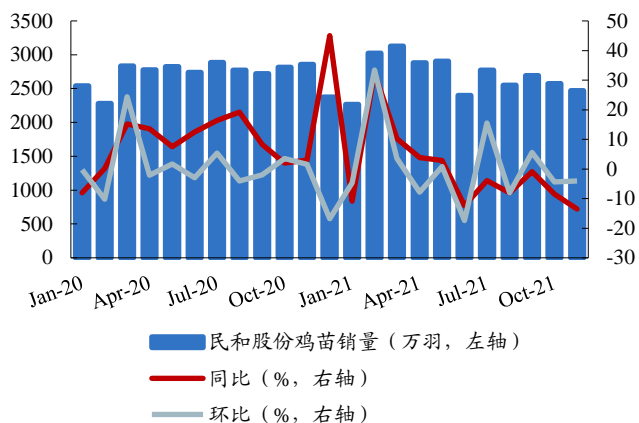
数据来源: 益生股份公司公告、开源证券研究所

图21: 益生股份 11 月销售均价、收入环比增加



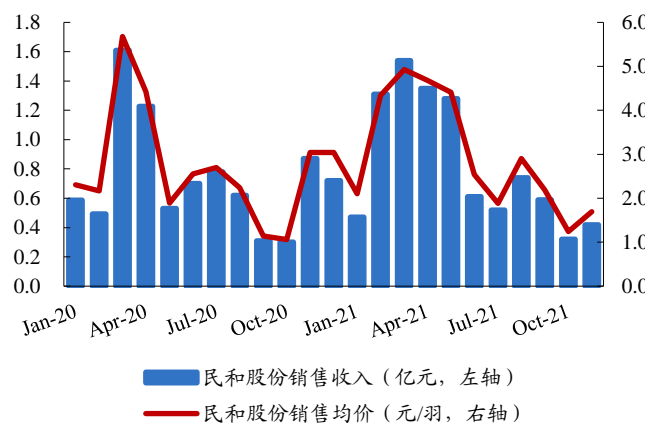
数据来源: 益生股份公司公告、开源证券研究所

图22: 民和股份 11 月鸡苗销量环比减少



数据来源: 民和股份公司公告、开源证券研究所

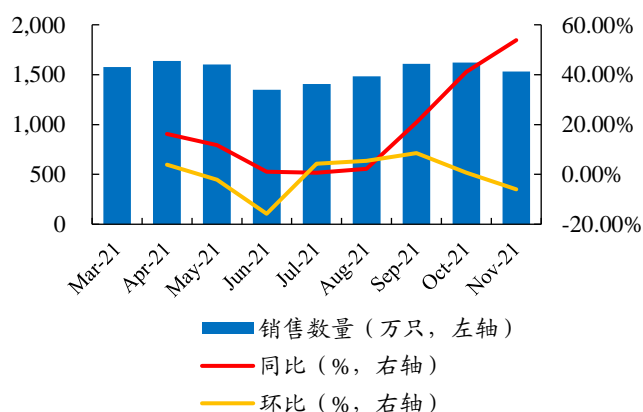
图23: 民和股份 11 月销售均价、收入环比下降



数据来源: 民和股份公司公告、开源证券研究所

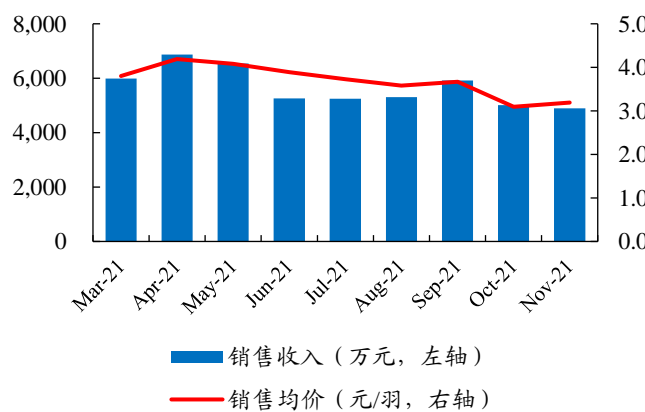
晓鸣股份 11 月鸡产品 (包括商品代蛋雏鸡、商品代育成蛋鸡、父母代蛋雏鸡) 销售量 1532.3 万只, 环比-6.0%; 销售收入 0.49 亿元, 环比-2.6%; 销售均价 3.2 元/羽, 环比+3.1%。

图24: 晓鸣股份 11 月鸡产品销量环比减少



数据来源: 晓鸣股份公司公告、开源证券研究所

图25: 晓鸣股份 11 月销售均价及收入环比下降

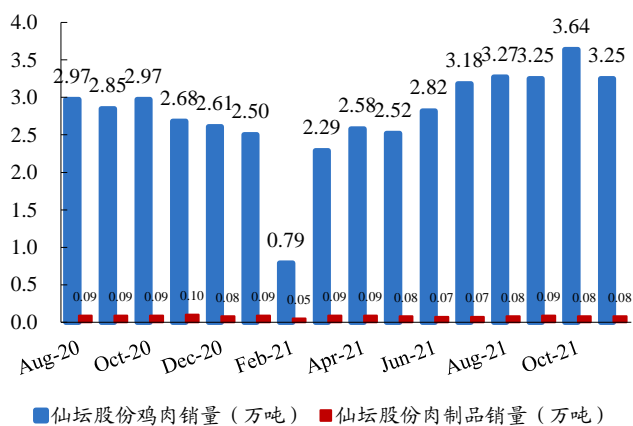


数据来源: 晓鸣股份公司公告、开源证券研究所

#### 4、11月鸡肉销量、收入环比下降，销售均价环比变动不一

公司公告显示，仙坛股份11月鸡肉销量（抵减后）为3.25万吨，同、环比分别变动+21.23%、-10.71%。11月实现鸡肉销售收入（抵减后）2.79亿元，同、环比分别变动+20.31%、-8.10%；销售均价8572.5元/吨，环比+2.93%。肉制品销售方面，仙坛股份11月实现肉制品销售收入0.11亿元，同、环比分别变动-13.57%、+2.95%，肉制品销量0.08万吨，同、环比分别变动-14.79%、+2.79%。圣农发展11月实现鸡肉销量（抵减前）9.45万吨，同、环比分别变动+3.81%、-11.10%；鸡肉销售收入（抵减前）为9.29亿元，同比-4.03%，环比-12.38%，鸡肉销售均价为9830.7元/吨，环比-1.41%；肉制品销售方面，11月实现肉制品销售收入5.60亿元，同、环比分别变动+20.16%、+11.62%，肉制品销量2.27万吨，同、环比分别变动+4.70%、+19.36%。

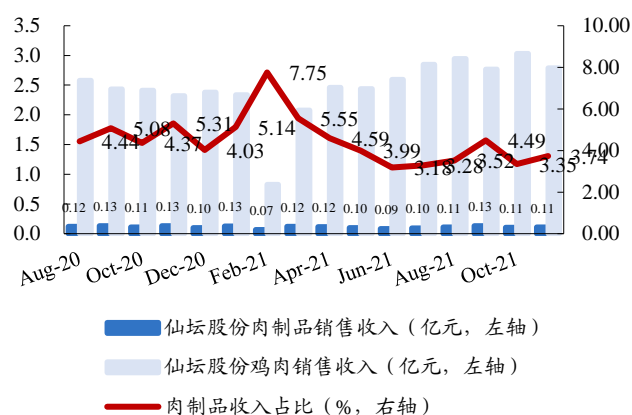
图26：仙坛股份11月鸡肉销量下降



数据来源：仙坛股份公司公告、开源证券研究所

注：公司鸡肉销量为抵减后销量

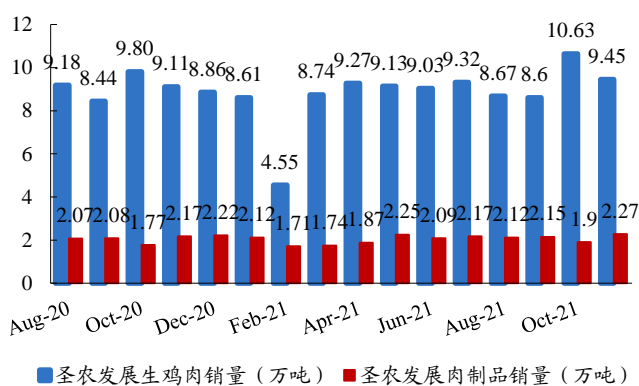
图27：仙坛股份11月鸡肉销售收入环比减少



数据来源：仙坛股份公司公告、开源证券研究所

注：公司鸡肉销售收入为抵减后收入

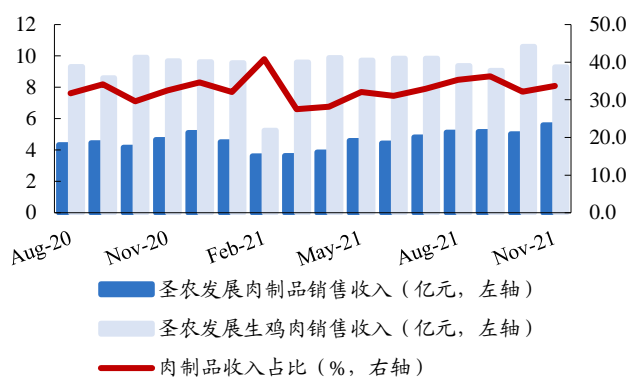
图28：圣农发展11月鸡肉销量下降，肉制品销量上涨



数据来源：圣农发展公司公告、开源证券研究所

注：公司鸡肉销量为抵减前

图29：圣农发展11月肉制品销售收入环比下降



数据来源：圣农发展公司公告、开源证券研究所

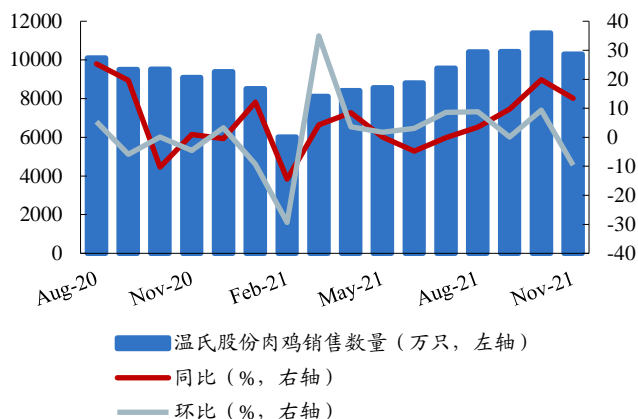
注：公司鸡肉销售收入为抵减前

#### 5、11月黄羽鸡销量、收入环比下降，均价环比变动不一

公司公告显示，温氏股份11月肉鸡销量为1.03亿只，同、环比分别变动+13.39%、-9.62%；实现销售收入29.86亿元，同、环比分别变动+33.84%、-0.13%；销售均价为14.37元/公斤，同、环比分别变动+14.41%、+8.05%。立华股份11月销售肉鸡

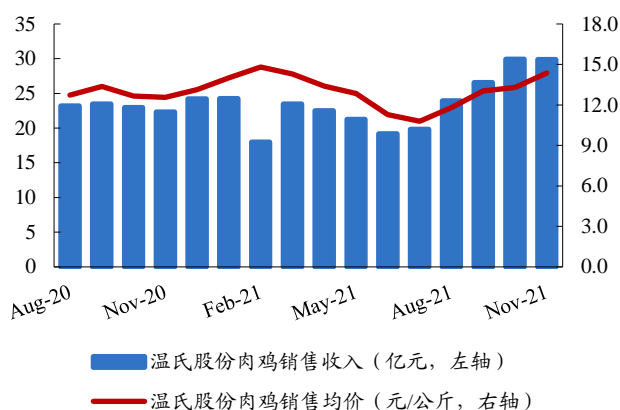
3096.19 万只，同、环比分别变动+0.49%、-5.82%；实现销售收入 8.86 亿元，同、环比分别变动+22.38%、+4.11%；销售均价为 13.72 元/公斤，同、环比分别变动+18.28%、+7.02%。湘佳股份 11 月活禽销售 374.82 万只，同、环比分别变动+17.99%、-1.16%；销售收入为 0.84 亿元，同、环比分别变动+36.68%及+4.42%；销售单价为 11.95 元/公斤，同、环比分别变动+17.47、+1.56%。

图30: 温氏股份 11 月肉鸡销售量环比减少



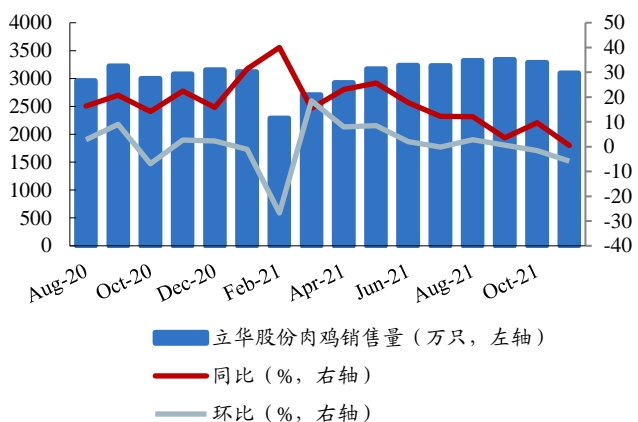
数据来源: 温氏股份公司公告、开源证券研究所

图31: 温氏股份 11 月肉鸡收入环比减少、均价环比提升



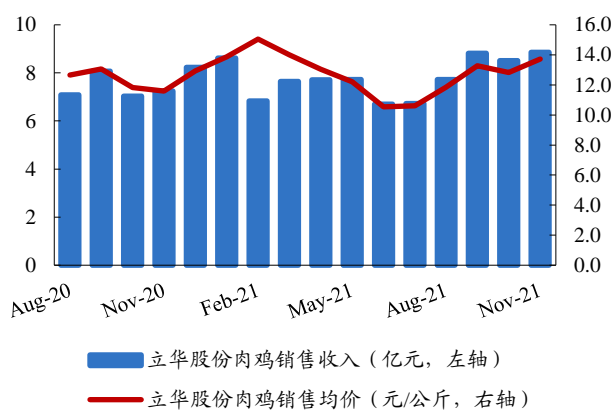
数据来源: 温氏股份公司公告、开源证券研究所

图32: 立华股份 11 月肉鸡销量环比减少

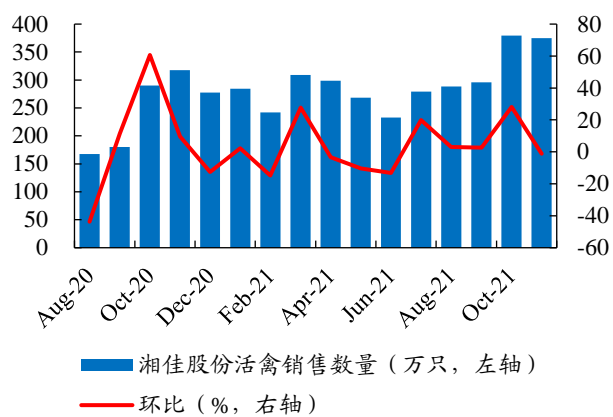


数据来源: 立华股份公司公告、开源证券研究所

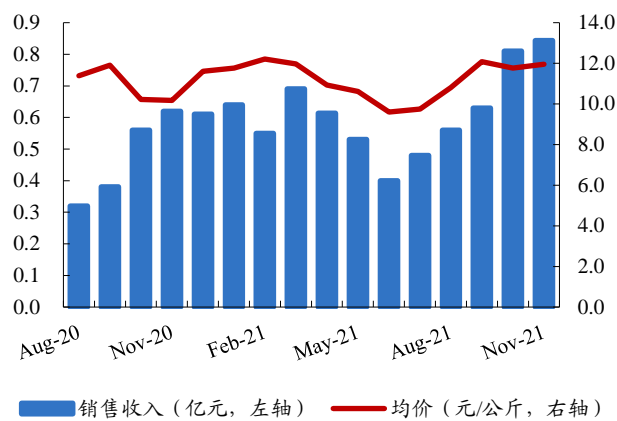
图33: 立华股份 11 月肉鸡销售收入及均价环比提升



数据来源: 立华股份公司公告、开源证券研究所

**图34: 湘佳股份 11 月活禽销量环比减少**


数据来源: 湘佳股份公司公告、开源证券研究所

**图35: 湘佳股份 11 月活禽销售收入及均价环比提升**


数据来源: 湘佳股份公司公告、开源证券研究所

## 6、风险提示

禽养殖产业链供给大幅增加, 价格下跌企业亏损; 禽业疫病的不确定性使行业面临系统性风险; 下游消费复苏不及预期。

## 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，属于机密材料，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16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