

2025年02月09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

板块表现：



节后淡季肉价如期调整，聚焦优质龙头长期价值

——农林牧渔行业周报（20250203-20250208）

投资要点：

➤ **生猪：节后猪价弱势，龙头估值低位不应悲观。**

节后出栏恢复、消费偏淡，猪价弱势调整。涌益数据最新猪价接近 15 元/kg，出栏均重增至 124kg 左右，15Kg 仔猪涨至 653 元。25 年期合约均低于 14000 元/吨，3、5 月合约再次接近 13000 元/吨关口，意味着在当前行业成本下或将会引发全面亏损，市场悲观情绪或已充分显现。短期看，冻品入库、二育补栏或对猪价形成支撑，市场悲观预期或有回暖机会。

摒弃周期思维、回归财务表现本身。从行业与周期视角看，猪价预测的难度越来越大，而不同企业的经营效率差异仍十分明显，投资应从“周期思维”向“优质优价”转化。对应到股价层面，当前生猪板块市场关注度较低，且板块估值处于相对低位，成本领先企业在 2025 年盈利确定性较强，建议重点关注优质生猪养殖龙头牧原股份、温氏股份等。

➤ **肉鸡：祖代引种中断，关注 25 年种源向上弹性。**

节后屠宰复产进行中，终端需求表现一般。2 月 9 日烟台鸡苗报价 2.3 元/羽，环比 -15%，同比 -40%；毛鸡价格 6.5 元/公斤，环比 -4%，同比 -19%。终端鸡肉价格表现一般，种禽（父母代）盈利较好，侧面验证行业种鸡质量问题逐步凸显。

产业链话语权向种源端集中或为新常态。目前各品种父母代价差较大，优质、紧俏的进口种源长时间或仍为产业“宠儿”，叠加 2020 年后下游养殖、屠宰产能扩建较多，产业链利润向上游集中短期难改变。

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：重点关注海大集团，现金流拐点+海外高增长。**

鱼价上涨+饲料跌价、24 年水产养殖盈利有所改善；饲料销量恢复滞后养殖端景气改善、预计 25 年水产料需求弹性复苏。本周鱼价表现较好，普水中草鱼、罗非同比 +9%/-13%，环比 +4%/+1%；特水中生鱼、加州鲈、叉尾、白对虾同比 +7%/+34%/+22%/-18%，环比 +3%/+2%/+1%/+19%。

国内资本疯狂扩张期已结束、龙头进入现金流稳定回流的制造业新阶段。22、23 年上游大宗高启+终端养殖行情萎靡+饲料价格战，中小料企存活艰难、有所出清。龙头产能布局完成，资本开支进入下行周期，可凭借自身成本、配方、服务、资金等优势提升市占率，现金流状况改善。

关注国内自由现金流拐点出现、海外贡献高利润增量的龙头，建议重点关注海大集

团。

➤ **宠物：长坡厚雪、持续增长的好赛道，关注自主品牌放量。**

内销：25 年春节宠物节日消费走俏，宠物年夜饭及新年服饰成为社交媒体的热点，但宠物食品表现平淡，节前消费额下降 6%。淘宝数据显示，狗春节衣服在年前搜索暴增 103%，宠物春联销售额增幅 489%，宠物年夜饭搜索人数同比上涨超过 150%，成交金额同比增长近 60%。反映的是宠物家庭角色的改变，成为过年仪式感的成员，未来宠物经济的商品品类、服务大有开拓空间。

外销：出口持续高增，24 年以来宠物食品出口持续高增长，共出口 33.5 万吨，同比增长 26%，实现 105 亿元人民币/14.8 亿美元，同比增长 22%/21%，增长主要来自欧洲；均价微幅下降，单价 3.14 万元/吨，yoy -3%（4415 美元/吨、yoy-4%）。12 月出口量激增，但均价明显下滑，出口总计 3.3 万吨，同比增长 32%，实现 9.3 亿人民币/1.3 亿美元，对应同比增长 15%；单价 2.9 万元/吨、yoy-13%（3980 美元/吨）。

建议关注表现优异的乖宝宠物，自主品牌进入上升阶段的中宠股份。

➤ **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	6
1.1. 生猪	6
1.2. 肉禽	6
1.3. 饲料	6
1.4. 宠物	6
2. 市场与价格情况	8
2.1. 行情表现	8
2.2. 价格表现	11
3. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 截至腊月二十品牌销售情况	7
图表 2: 沪深 300 指数收于 3893 点	9
图表 3: 沪深 300 的 PE/PB 为 12.97/1.41	9
图表 4: 农业指数收于 2467 点	9
图表 5: 农业 PE/PB 为 22.00/2.28	9
图表 6: 申万一级行业指数一周涨跌幅	9
图表 7: 农林牧渔细分板块一周涨跌幅	10
图表 8: 养殖业收于 2729 点	10
图表 9: 宠物食品收于 1769 点	10
图表 10: 饲料收于 4073 点	10
图表 11: 种植业收于 2421 点	10
图表 12: 水产收于 721 点	11
图表 13: 动保收于 3266 点	11
图表 14: 生猪/仔猪/猪肉价格	11
图表 15: 二元母猪价格	11
图表 16: 自繁自养利润跌至 134 元/头	12
图表 17: 外购仔猪养殖利润为-29 元/头	12
图表 18: 统计局四季度末生猪存栏 42743 万头 (单位: 万头)	12
图表 19: 12 月行业能繁母猪存栏 4078 万头 (单位: 万头)	12
图表 20: 冻品库存跌至 12.16%	12
图表 21: 屠宰企业开工率 (月度) 涨至 58.56%	12
图表 22: 11 月猪肉进口 8.94 万吨, 同比下跌 3.34%	13
图表 23: 香港生猪供应量与价格情况	13
图表 24: 烟台毛鸡价格跌至 3.25 元/斤	13
图表 25: 烟台苗鸡价格跌至 2.3 元/羽	13
图表 26: 白羽鸡孵化场利润为-1 元/羽	14
图表 27: 在产祖代种鸡存栏量	14
图表 28: 在产父母代种鸡存栏量	14
图表 29: 商品代鸡苗销售量	14

图表 30: 国内玉米价格涨至 2164 元/吨.....	14
图表 31: 国际玉米价格涨至 488 美分/蒲式耳.....	14
图表 32: 国内小麦价格报 2396 元/吨.....	15
图表 33: 国际小麦价格涨至 588 美分/蒲式耳.....	15
图表 34: 国内豆粕价格报 3508 元/吨.....	15
图表 35: 国际豆粕价格涨至 306 美元/短吨.....	15
图表 36: 天然橡胶结算价涨至 17500 元/吨.....	15
图表 37: 郑商所棉花结算价涨至 13595 元/吨.....	15
图表 38: 国内白砂糖结算价涨至 5856 元/吨.....	16
图表 39: 国际原糖结算价跌至 18.07 美分/磅.....	16

1. 板块观点

1.1. 生猪

节后出栏恢复、消费偏淡，猪价弱势调整。涌益数据最新猪价接近 15 元/kg，出栏均重增至 124kg 左右，15Kg 仔猪涨至 653 元。25 年期货合约均低于 14000 元/吨，3、5 月合约再次接近 13000 元/吨关口，意味着在当前行业成本下或将会引发全面亏损，市场悲观情绪或已充分显现。短期看，冻品入库、二育补栏或对猪价形成支撑，市场悲观预期或有回暖机会。

摒弃周期思维、回归财务表现本身。从行业与周期视角看，猪价预测的难度越来越大，而不同企业的经营效率差异仍十分明显，投资应从“周期思维”向“优质优价”转化。对应到股价层面，当前生猪板块市场关注度较低，且板块估值处于相对低位，成本领先企业在 2025 年盈利确定性较强，建议重点关注优质生猪养殖龙头牧原股份、温氏股份等。

1.2. 肉禽

种苗停苗期后逐步恢复，终端需求表现一般。2月9日烟台鸡苗报价 2.3 元/羽，环比-15%，同比-40%；毛鸡价格 6.5 元/公斤，环比-4%，同比-19%。终端鸡肉价格表现一般，种禽（父母代）盈利较好，侧面验证行业种鸡质量问题逐步凸显。

产业链话语权向种源端集中或为新常态。目前各品种父母代价差较大，优质、紧俏的进口种源较长时间或仍为产业“宠儿”，叠加 2020 年后下游养殖、屠宰产能扩建较多，产业链利润向上游集中短期难改变。

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

鱼价上涨+饲料跌价、24 年水产养殖盈利有所改善；饲料销量恢复滞后养殖端景气改善、预计 25 年水产料需求弹性复苏。本周鱼价表现较好，普水中草鱼、罗非同比+9%/-13%，环比+4%/+1%；特水中生鱼、加州鲈、叉尾、白对虾同比+7%/+34%/+22%/-18%，环比+3%/+2%/+1%/+19%。

国内资本疯狂扩张期已结束、龙头进入现金流稳定回流的制造业新阶段。22、23 年上游大宗高启+终端养殖行情萎靡+饲料价格战，中小料企存活艰难、有所出清。龙头产能布局完成，资本开支进入下行周期，可凭借自身成本、配方、服务、资金等优势持续提升市占率，现金流状况改善。

关注国内自由现金流拐点出现、海外贡献高利润增量的龙头，建议重点关注海大集团。

1.4. 宠物

内销：25 年春节宠物节日消费走俏，宠物年夜饭及新年服饰成为社交媒体的热点，但宠物食品表现平淡，节前消费额下降 6%。淘宝数据显示，狗春节衣服在年前搜索暴增 103%，宠物春联销售额增幅 489%，宠物年夜饭搜索人数同比上涨超过 150%，成交金额同比增长近 60%。反映的是宠物家庭角色的改变，成为过年仪式感的成员，未来宠物经济的商品品类、服务大有开拓空间。

宠物年夜饭：各大品牌推出了春节限定套餐，“DIY 宠物年夜饭”套装。社交平台上分享“宠物年夜饭”教程，“新年宠物宴”成为热点。豪华酒店也在尝试做“宠物友好年夜饭”，如深圳福田香格里拉酒店，设置特定专区供宠物休息及用餐，全家福拍摄等活动；广州香格里拉酒店还模拟了粤菜茶楼的点心，把宠物年夜饭的氛围感拉满，包括萝卜糕、佛跳墙等经典菜品。福田香格里拉酒店原本仅计划开设 5 桌，售价 4688 元/8 位起，早已订满。

宠物新年服饰：社交平台上，“给猫狗买新年战袍”成了热门话题，有些品牌甚至推出了“新春亲子装”，让主人和宠物穿同款汉服，打造“家庭团圆氛围”。

宠物上门喂养、寄养需求旺盛：本地宠物平台、家政公司、宠物博主推出“春节喂养”套餐，平日 50 元一次，春节期间翻倍，高端定制服务能达到 500 元一次。寄养价格上调至少 30%，甚至翻番。尽管价格上涨，但店内宠物房依然“一位难求”。

节前宠物食品销售：截至腊月二十，表现稍显疲弱，销售额下降 6%，但均价止跌回升 8%；值得一提的是，宠物食品增长仍优于食品饮料大盘，且和人的食品消费习惯愈发趋同，都呈现出节日大促属性减弱的特点。超头部品牌表现依然强势，好于大盘。弗列加特（乖宝）、领先（中宠）、爵宴（佩蒂）分别增长 183%、34%、83%，增速排名在头部品牌中领先，分别位居第 1、4、3 位，向上趋势持续。麦富迪、顽皮、路斯则表现稍弱，分别同比下降 9%、28%、9%。

图表 1：截至腊月二十品牌销售情况

销售排名	品牌名称	近 30 日市占率	近 30 日线上销售额（万元）	近 30 日销售额同比增速	增速排名	近 30 日均价同比增速
------	------	-----------	-----------------	---------------	------	--------------

1	皇家	10.23%	23,937	21.00%	7	20.90%
2	麦富迪	6.94%	16,234	-8.80%	17	7.20%
3	Orijen	3.57%	8,349	19.30%	8	39.10%
4	爱肯拿	3.14%	7,347	29.90%	5	-3.40%
5	鲜朗	3.10%	7,248	8.50%	10	-3.70%
6	弗列加特	2.68%	6,272	183.30%	1	10.40%
7	网易严选	2.59%	6,057	-26.80%	30	12.30%
8	蓝氏	2.53%	5,926	23.70%	6	45.70%
9	伯纳天纯	2.28%	5,345	-17.90%	25	-10.80%
10	Instinct	2.26%	5,286	-27.80%	31	-16.30%
11	醇粹	1.89%	4,424	-3.30%	13	63.10%
12	Solid Gold	1.85%	4,322	1.50%	12	44.00%
13	冠能	1.77%	4,129	-4.10%	14	18.20%
14	凯锐思	1.58%	3,697	-37.30%	40	-16.00%
15	疯狂的小狗	1.45%	3,399	-9.30%	19	-2.60%
16	诚实一口	1.35%	3,166	15.80%	9	-30.50%
17	力狼	1.32%	3,086	-20.80%	27	26.30%
18	卫仕	1.28%	2,992	-33.40%	37	21.90%
19	阿飞和巴弟	1.13%	2,652	1.90%	11	27.10%
20	ZIWI	1.08%	2,517	-19.90%	26	-1.00%
21	顽皮	0.92%	2,155	-28.10%	32	7.20%
28	爵宴	0.58%	1,363	82.50%	3	17.90%
30	领先	0.57%	1,329	33.70%	4	18.20%
41	星益生趣	0.41%	951	121.80%	2	77.20%
44	k9natural	0.38%	895	-11.40%	23	9.50%
50	路斯	0.34%	797	-8.80%	17	11.60%

资料来源：燃数科技，华源证券研究所

外销：出口持续高增，24年以来宠物食品出口持续高增长，共出口33.5万吨，同比增长26%，实现105亿元人民币/14.8亿美元，同比增长22%/21%，增长主要来自欧洲；均价微幅下降，单价3.14万元/吨，yoy-3%（4415美元/吨、yoy-4%）。12月出口量激增，但均价明显下滑，出口总计3.3万吨，同比增长32%，实现9.3亿元人民币/1.3亿美元，对应同比增长15%；单价2.9万元/吨、yoy-13%（3980美元/吨）。

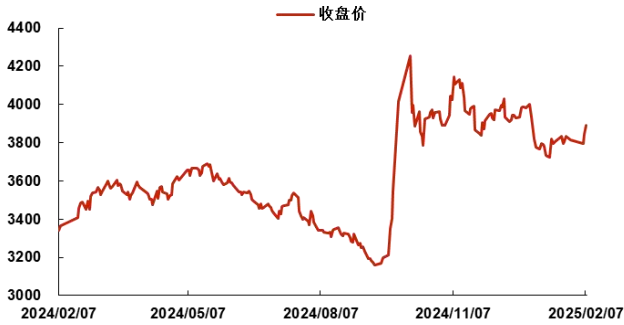
建议关注表现优异的乖宝宠物，自主品牌进入上升阶段的中宠股份。

2. 市场与价格情况

2.1. 行情表现

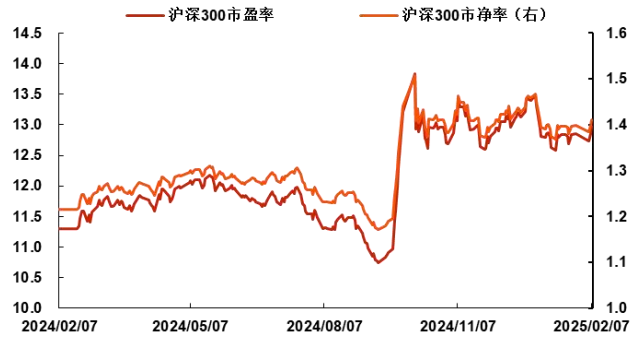
本周（02.01-02.08）沪深300指数收于3893，相比上周升1.98%。农林牧渔II（申万）指数收于2467，相比上周升0.46%，其中种植业（2.6%）表现最好。

图表 2: 沪深 300 指数收于 3893 点



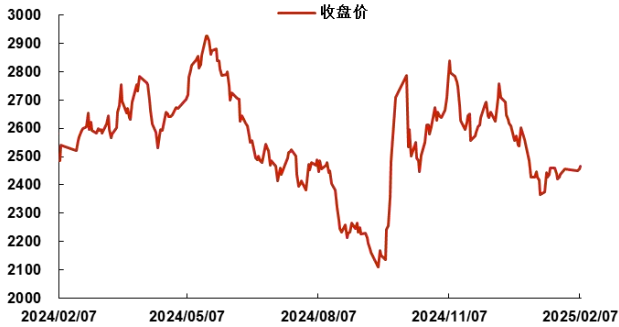
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 3: 沪深 300 的 PE/PB 为 12.97/1.41



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 4: 农业指数收于 2467 点



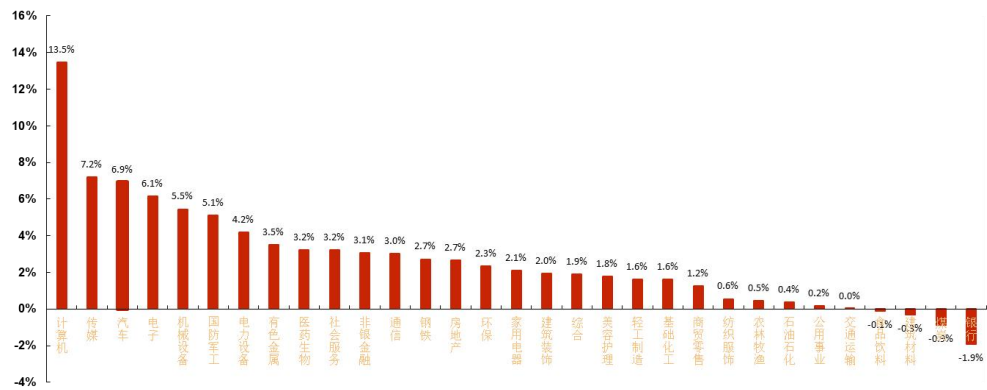
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 5: 农业 PE/PB 为 22.00/2.28



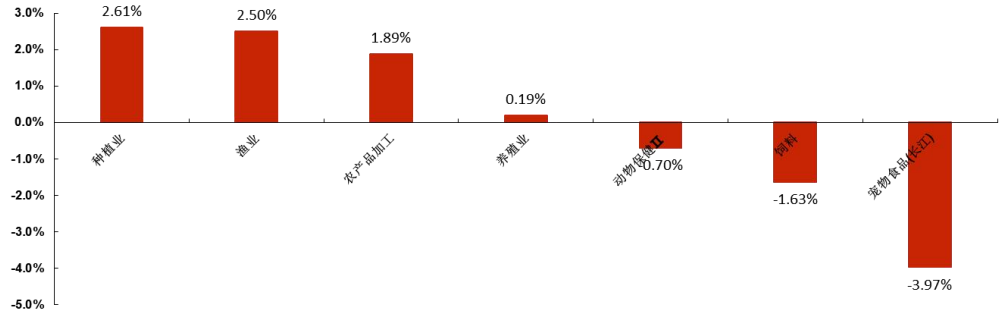
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 6: 申万一级行业指数一周涨跌幅



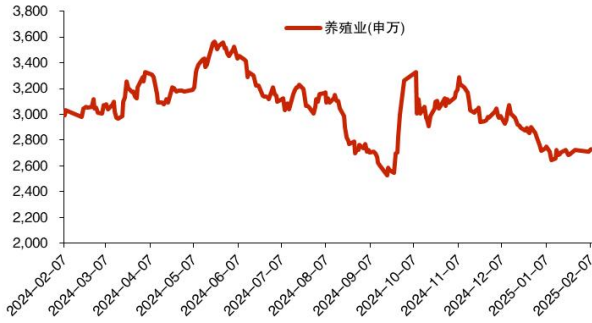
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 7：农林牧渔细分板块一周涨跌幅



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：养殖业收于 2729 点



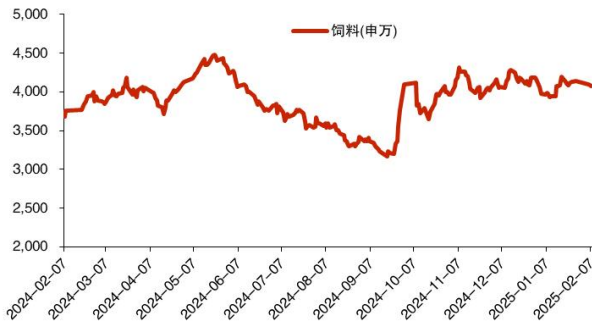
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：宠物食品收于 1769 点



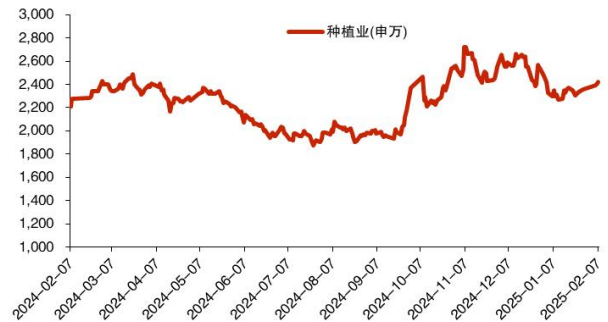
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：饲料收于 4073 点



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：种植业收于 2421 点



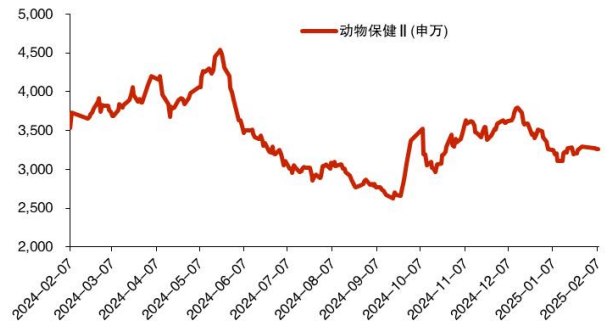
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12: 水产收于 721 点



资料来源: Wind, 华源证券研究所

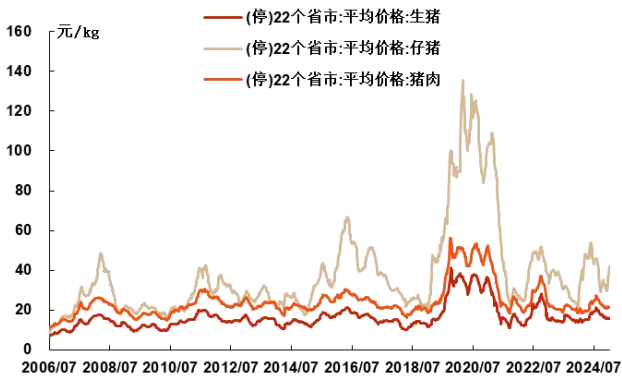
图表 13: 动保收于 3266 点



资料来源: Wind, 华源证券研究所

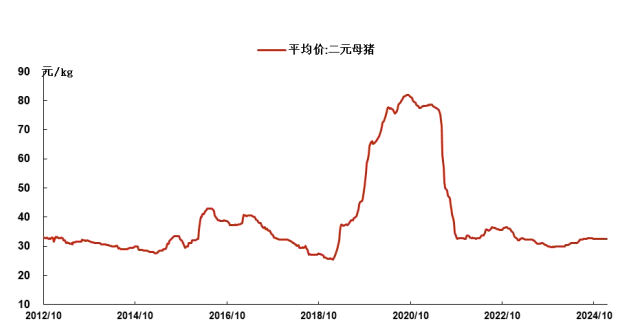
2.2. 价格表现

图表 14: 生猪/仔猪/猪肉价格



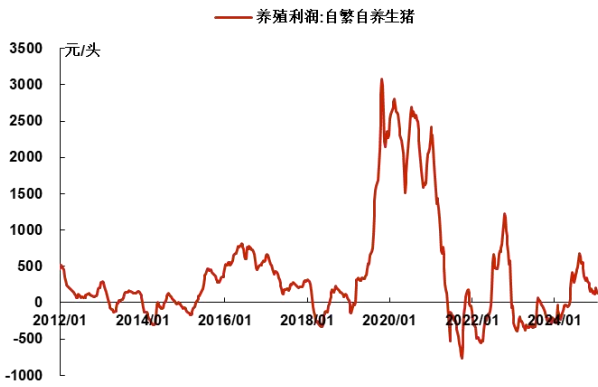
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 15: 二元母猪价格



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 16: 自繁自养利润跌至 134 元/头



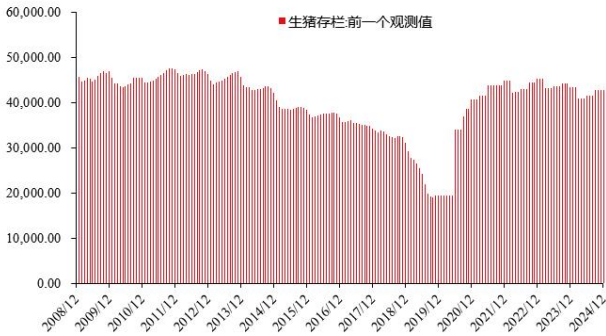
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 17: 外购仔猪养殖利润为-29 元/头



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 18: 统计局四季度末生猪存栏 42743 万头 (单位: 万头)



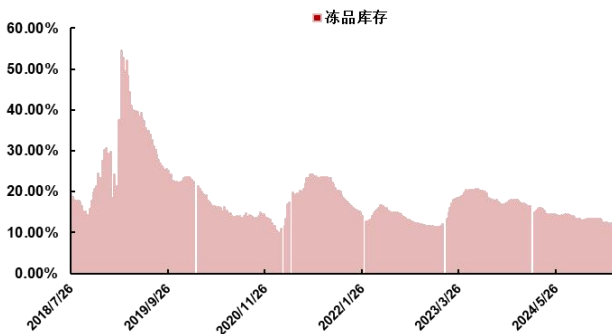
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 19: 12 月行业能繁母猪存栏 4078 万头 (单位: 万头)



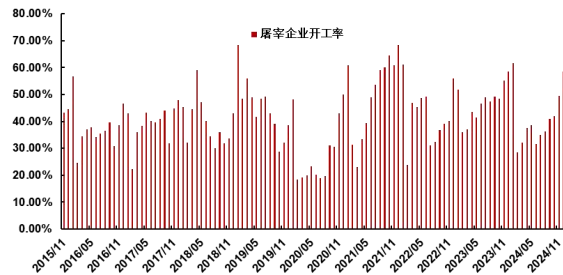
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 20: 冻品库存跌至 12.16%



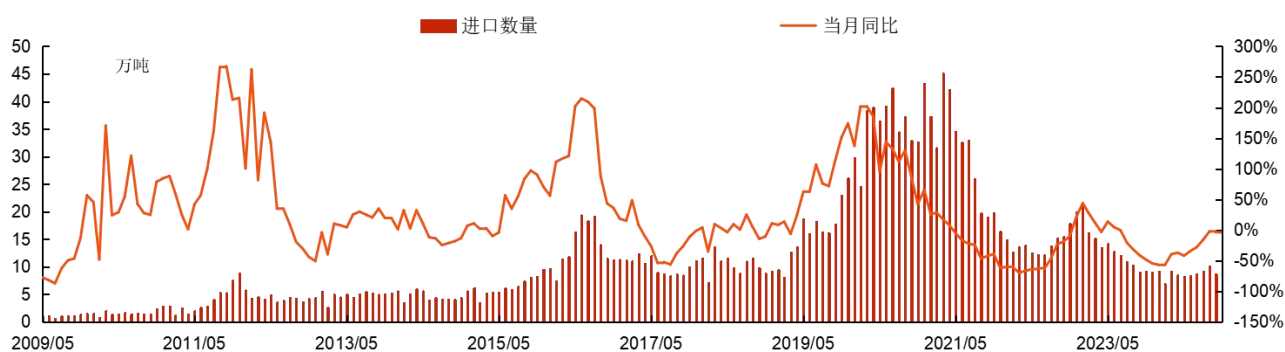
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 21: 屠宰企业开工率 (月度) 涨至 58.56%



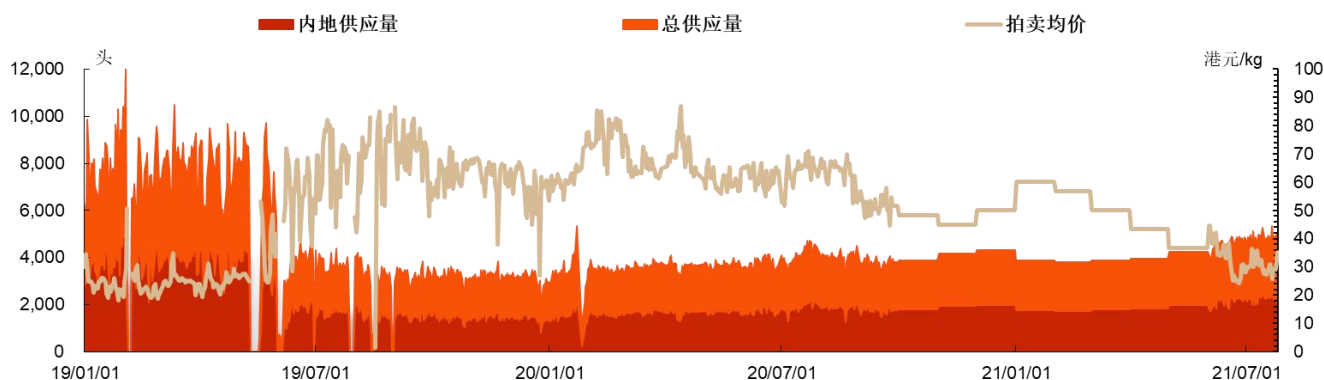
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 22: 11 月猪肉进口 8.94 万吨, 同比下跌 3.34%



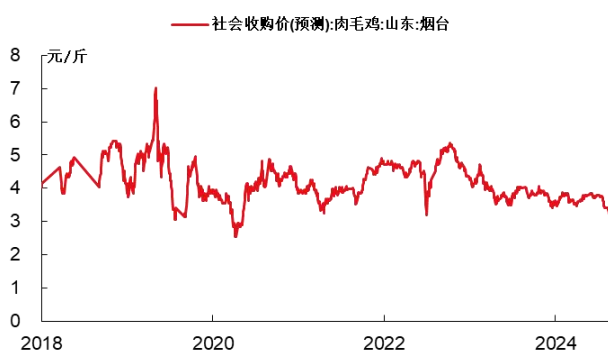
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 23: 香港生猪供应量与价格情况



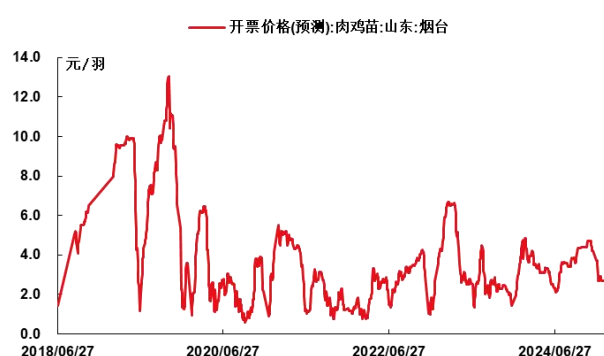
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 24: 烟台毛鸡价格跌至 3.25 元/斤



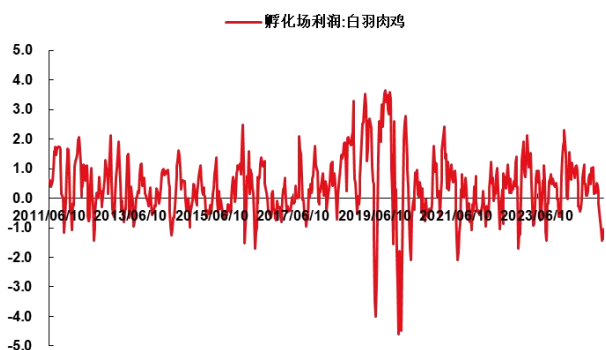
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 25: 烟台苗鸡价格跌至 2.3 元/羽



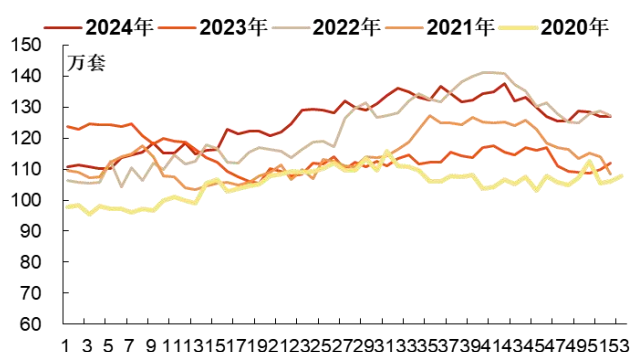
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 26: 白羽鸡孵化场利润为-1 元/羽



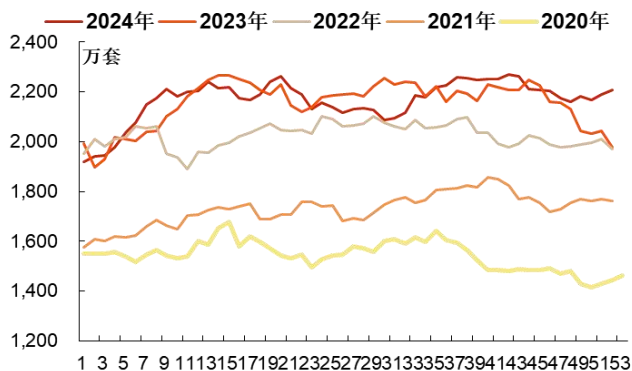
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 27: 在产祖代种鸡存栏量



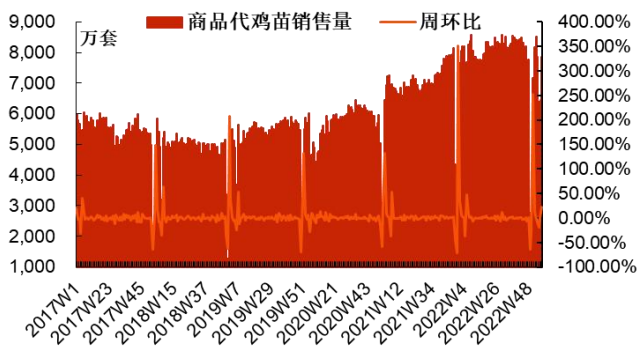
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 28: 在产父母代种鸡存栏量



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 29: 商品代鸡苗销售量



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 30: 国内玉米价格涨至 2164 元/吨



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 31: 国际玉米价格涨至 488 美分/蒲式耳



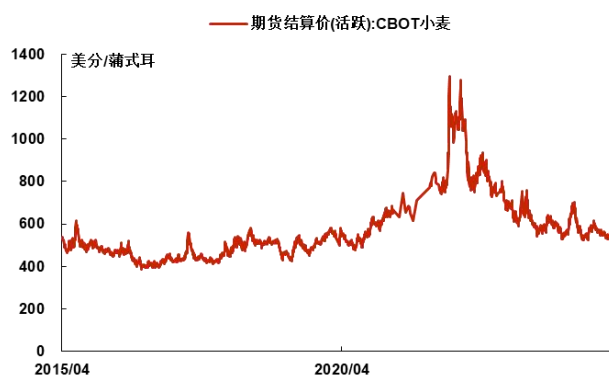
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 32: 国内小麦价格报 2396 元/吨



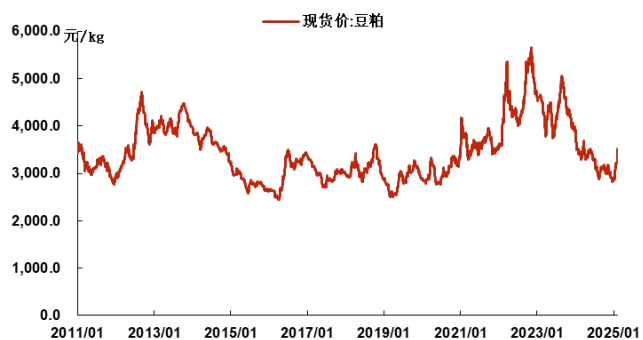
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 33: 国际小麦价格涨至 588 美分/蒲式耳



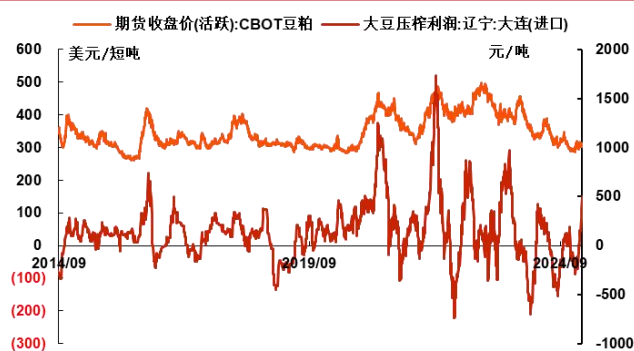
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 34: 国内豆粕价格报 3508 元/吨



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 35: 国际豆粕价格涨至 306 美元/短吨



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 36: 天然橡胶结算价涨至 17500 元/吨



资料来源: Wind, 华源证券研究所

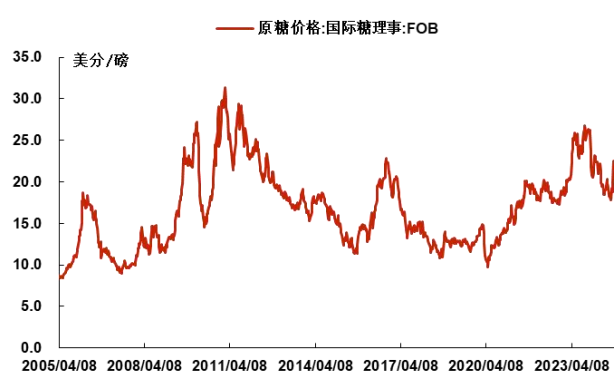
图表 37: 郑商所棉花结算价涨至 13595 元/吨



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 38：国内白砂糖结算价涨至 5856 元/吨


资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 39：国际原糖结算价跌至 18.07 美分/磅


资料来源：Wind，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，需在允许的范围使用，并注明出处为“Wind，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。