

农林牧渔

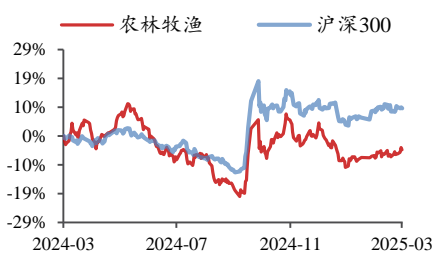
2025年03月12日

投资评级：看好（维持）

3月 USDA 农产品报告上调全球玉米、小麦产量，下调全球水稻产量

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《关税反制助推国内农产品价格上行，猪价震荡磨底或渐至尾声——行业周报》-2025.3.9

《2025年中央一号文件出台，持续增强粮食等重要农产品供给保障能力——行业周报》-2025.3.2

《1月肉鸡需求提振有限，供给充足背景下节后鸡价趋势向下一行业点评报告》-2025.2.24

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

朱本伦（联系人）

zhubenlun@kysec.cn

证书编号：S0790124060020

王高展（联系人）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790123060055

● 玉米：2024/2025 年全球产量环比上调，消费量环比上调

(1) USDA 上调全球玉米产量。USDA（美国农业部）发布 3 月全球农产品 2024/2025 年供需预测报告，与 2 月（2024/2025 年）预测报告相比，3 月报告上调玉米产量，主要系印度玉米价格强劲及灌溉条件充足驱动产量环比大增，乌克兰、土耳其、俄罗斯等国家单产提升。**(2) 供需情况：**产量方面，2024/2025 年全球玉米产量环比调增 170 万吨至 12.14 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球玉米出口量环比调减 287 万吨至 1.86 亿吨。消费量方面，饲用消费环比调增 192 万吨至 7.79 亿吨，国内消费环比调增 123 万吨至 12.39 亿吨。库存方面，2024/2025 年期末库存环比调减 137 万吨至 2.89 亿吨。

● 大豆：2024/2025 年全球产量环比持平，消费量环比上调

(1) USDA 保持全球大豆产量与 2 月预测值一致。与 2 月报告相比，3 月报告维持大豆产量预期不变，主要系乌克兰及墨西哥大豆增产，南非大豆减产。**(2) 供需情况：**产量方面，预计 2024/2025 年度全球大豆产量环比持平为 4.21 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球大豆出口量环比下调 3 万吨至 1.82 亿吨。消费量方面，压榨量环比上调 295 万吨至 3.53 亿吨，国内消费环比上调 298 万吨至 4.09 亿吨。库存方面，2024/2025 年全球大豆期末库存环比调减 293 万吨至 1.21 亿吨。

● 小麦：2024/2025 年全球产量环比上调，消费量环比上调

(1) USDA 上调全球小麦产量。与 2 月报告相比，3 月报告上调小麦产量，主要系澳大利亚降水量改善驱动小麦单产提升，预计产量创历史第三高，乌克兰小麦单产提升，阿根廷单产提升及收获面积扩大。**(2) 供需情况：**产量方面，2024/2025 年全球小麦产量环比调增 344 万吨至 7.97 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球小麦饲用消费环比调增 135 万吨至 1.55 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球小麦进口量环比调减 211 万吨，出口量环比调减 92 万吨。库存方面，2024/2025 年全球小麦期末库存环比调减 252 万吨至 2.60 亿吨。

● 水稻：2024/2025 年全球产量环比下调，消费量环比上调

(1) USDA 下调全球水稻产量。与 2 月报告相比，3 月报告小幅下调水稻产量，其中主产国产量环比持平，仅部分非主产国合计环比减产 1 万吨。**(2) 供需情况：**产量方面，2024/2025 年全球水稻产量环比调减 1 万吨至 5.33 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球水稻消费环比调增 19 万吨至 5.31 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球水稻进口量环比调增 28 万吨，出口量环比调增 7 万吨。库存方面，2024/2025 年全球水稻期末库存环比调减 12 万吨至 1.82 亿吨。

● **风险提示：**自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

目 录

1、 3月报告上调2024/2025年全球玉米、小麦产量，下调全球水稻产量	3
2、 玉米：2024/2025年全球产量环比上调，消费量环比上调	3
3、 大豆：2024/2025年全球产量环比持平，消费量环比上调	5
4、 小麦：2024/2025年全球产量环比上调，消费量环比上调	7
5、 水稻：2024/2025年全球产量环比下调，消费量环比上调	9
6、 风险提示	10

图表目录

图 1： 印度玉米种植地区灌溉条件良好	3
图 2： 2.10-3.11 CBOT 玉米收盘价下跌 4.58%	4
图 3： 2.10-3.11 玉米期货收盘价上涨 1.39%	4
图 4： 2024/2025 年全球玉米期末库存较前预测值下降	4
图 5： 预计 2024/2025 年全球玉米库存消费比同比下降	4
图 6： 预计乌克兰大豆产量创历史新高	5
图 7： 2.10-3.11 CBOT 大豆收盘价下跌 3.74%	6
图 8： 2.10-3.11 国内豆一收盘价上涨，豆二收盘价下跌	6
图 9： 2024/2025 年全球大豆期末库存较前预测值下降	6
图 10： 预计 2024/2025 年全球大豆库存消费比同比上升	6
图 11： 降雨量改善驱动澳大利亚小麦单产提升	7
图 12： 2.10-3.11 CBOT 小麦价格下跌 4.01%	8
图 13： 2.10-3.11 国内小麦现货价格上涨 1.21%	8
图 14： 2024/2025 年全球小麦期末库存较前预测值上升	8
图 15： 预计 2024/2025 年全球小麦库存消费比同比下降	8
图 16： 2.10-3.11 CBOT 水稻价格上涨 0.04%	9
图 17： 2.10-3.11 国内稻米市场价上涨 1.05%	9
图 18： 2024/2025 年全球水稻期末库存较前预测值持平	9
图 19： 预计 2024/2025 年全球水稻库存消费比同比上升	9
表 1： 2025 年 3 月报告预测 2024/2025 年全球玉米期末库存量为 2.89 亿吨	4
表 2： 2025 年 3 月报告预测 2024/2025 年中国玉米期末库存量为 2.01 亿吨	5
表 3： 2025 年 3 月报告预测 2024/2025 年全球大豆期末库存量为 1.21 亿吨	6
表 4： 2025 年 3 月报告预测 2024/2025 年中国大豆期末库存量为 4396 万吨	7
表 5： 2025 年 3 月报告预测 2024/2025 年全球小麦期末库存量为 2.60 亿吨	8
表 6： 2025 年 3 月报告预测 2024/2025 年中国小麦期末库存量为 1.29 亿吨	9
表 7： 2025 年 3 月报告预测 2024/2025 年全球水稻期末库存量为 1.82 亿吨	10
表 8： 2025 年 3 月报告预测 2024/2025 年中国水稻期末库存量为 1.04 亿吨	10

1、3月报告上调 2024/2025 年全球玉米、小麦产量，下调全球水稻产量

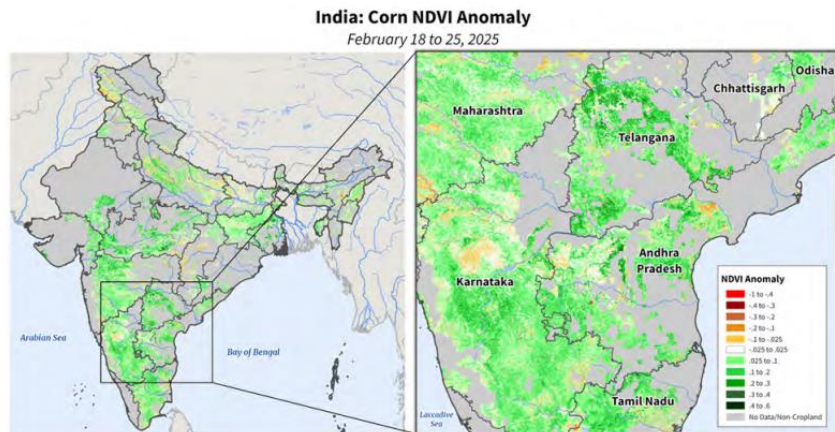
USDA（美国农业部）发布 3 月全球农产品 2024/2025 年供需预测报告，较 2 月（2024/2025 年）预测报告，主要调整包括：上调全球玉米、小麦产量，下调全球水稻产量。玉米产量上调系印度玉米价格强劲及灌溉条件充足驱动产量环比大增，乌克兰、土耳其、俄罗斯等国家单产提升；大豆产量持平系乌克兰及墨西哥大豆增产，南非大豆减产；小麦产量上调系澳大利亚降水量改善驱动小麦单产提升，预计产量创历史第三高，乌克兰小麦单产提升，阿根廷单产提升及收获面积扩大；水稻产量下调系部分非主产国环比小幅减产 1 万吨。

2、玉米：2024/2025 年全球产量环比上调，消费量环比上调

3 月报告环比上调 2024/2025 年全球玉米产量、消费量。根据 USDA 3 月供需预测报告，产量方面，2024/2025 年全球玉米产量环比调增 170 万吨至 12.14 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球玉米出口量环比调减 287 万吨至 1.86 亿吨。消费量方面，饲用消费环比调增 192 万吨至 7.79 亿吨，国内消费环比调增 123 万吨至 12.39 亿吨。库存方面，2024/2025 年期末库存环比调减 137 万吨至 2.89 亿吨。

玉米价格强劲驱动种植进度加快，叠加灌溉条件充足，印度玉米产量环比大增。根据 3 月 USDA 全球农作物产量报告，（1）印度：预计 2024/2025 年印度玉米产量为 4000 万吨，环比 2 月报告数据+200 万吨（环比+5%），主要系印度玉米价格强劲驱动种植进度加快，叠加灌溉条件充足，单产上升至 3.57 吨/公顷（环比+1%），收获面积上升致 1120 万公顷（环比+3.7%）。（2）乌克兰：预计 2024/2025 年乌克兰玉米产量为 2680 万吨，环比 2 月报告数据+30 万吨（环比+1%），主要系 2 月玉米单产上升至 6.54 吨/公顷（环比+1%）。（3）俄罗斯：预计 2024/2025 年俄罗斯玉米产量为 1400 万吨，环比 2 月报告数据+75 万吨（环比+6%），主要系 2 月玉米单产上升至 5.19 吨/公顷（环比+2%），收获面积上升至 270 万公顷（环比+4%）。（4）土耳其：预计 2024/2025 年土耳其玉米产量为 710 万吨，环比 2 月数据+10 万吨（环比+1%），主要系 2 月玉米单产上升至 12.68 吨/公顷（环比+1%）。

图1：印度玉米种植地区灌溉条件良好



资料来源：USDA

图2：2.10-3.11 CBOT 玉米收盘价下跌 4.58%



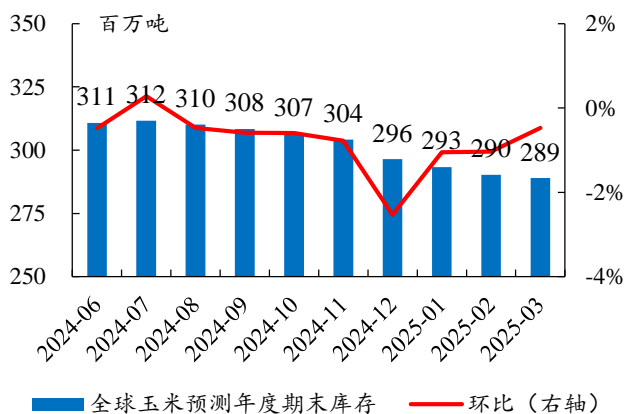
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2.10-3.11 玉米期货收盘价上涨 1.39%



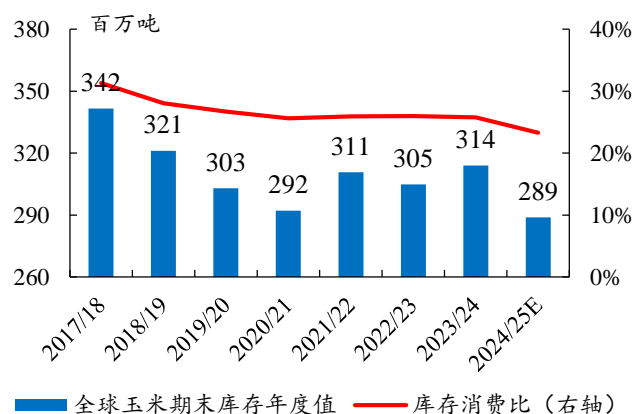
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024/2025 年全球玉米期末库存较前预测值下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：预计 2024/2025 年全球玉米库存消费比同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2025 年 3 月报告预测 2024/2025 年全球玉米期末库存量为 2.89 亿吨

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025 年 2 月预测值)	2024/25 (2025 年 3 月预测值)	同比 (%)
期初库存	321.07	306.37	292.94	313.91	304.83	315.81	313.95	2.99%
产量	1116.52	1125.88	1216.13	1163.33	1228.09	1212.47	1214.17	-1.13%
进口	165.36	185.60	184.43	173.40	197.75	181.16	180.30	-8.82%
饲料消费	714.35	722.91	743.28	735.11	772.83	777.50	779.42	0.85%
国内消费	1134.60	1140.10	1198.29	1172.41	1218.97	1237.96	1239.19	1.66%
出口	171.72	182.12	206.39	180.35	193.56	189.23	186.36	-3.72%
期末库存	302.99	292.15	310.79	304.83	313.95	290.31	288.94	-7.97%
库存消费比	26.70%	25.62%	25.94%	26.00%	25.76%	23.45%	23.32%	-2.44%

数据来源：USDA、开源证券研究所；注：表格年度采用简写，2019/20 表示 2019/2020 年度，后续列表表述一致

表2：2025年3月报告预测 2024/2025年中国玉米期末库存量为 2.01 亿吨

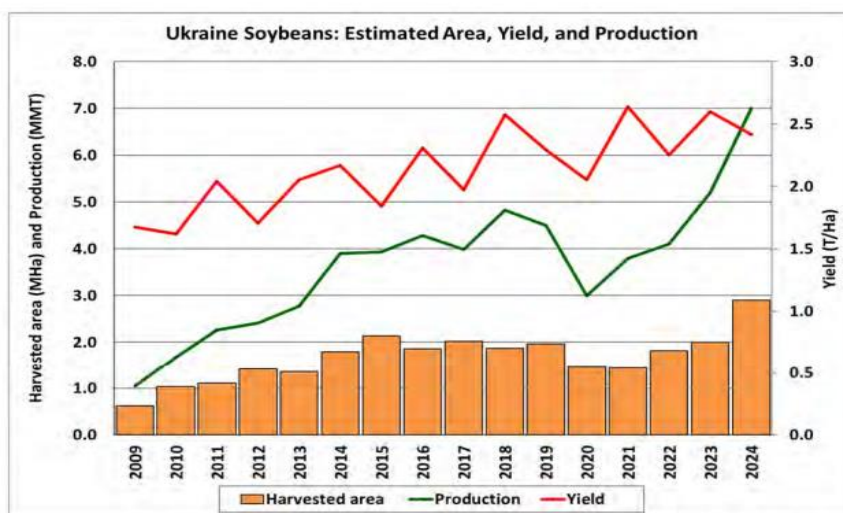
单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025年2月预测值)	2024/25 (2025年3月预测值)	同比(%)
期初库存	210.18	200.53	205.70	209.14	206.04	211.29	211.29	2.55%
产量	260.78	260.67	272.55	277.20	288.84	294.92	294.92	2.10%
进口	7.58	29.51	21.88	18.71	23.41	10.00	8.00	-65.82%
压榨量	193.00	203.00	209.00	218.00	225.00	231.00	231.00	2.67%
消费总额	278.00	285.00	291.00	299.00	307.00	313.00	313.00	1.95%
出口	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.02	0.02	566.67%
期末库存	200.53	205.70	209.14	206.04	211.29	203.18	201.18	-4.78%
库存消费比	72.13%	72.18%	71.87%	68.91%	68.82%	64.91%	64.27%	-4.55%

数据来源：USDA、开源证券研究所

3、大豆：2024/2025 年全球产量环比持平，消费量环比上调

3月报告上调 2024/2025 年全球大豆消费量。根据 USDA 3 月供需预测报告，产量方面，预计 2024/2025 年度全球大豆产量为 4.21 亿吨，与 2 月报告预测保持一致。贸易方面，2024/2025 年全球大豆出口量环比下调 3 万吨至 1.82 亿吨。消费量方面，压榨量环比上调 295 万吨至 3.53 亿吨，国内消费环比上调 298 万吨至 4.09 亿吨。库存方面，2024/2025 年全球大豆期末库存环比调减 293 万吨至 1.21 亿吨。

大豆可观利润驱动农民种植积极性提升，预计乌克兰大豆产量同比创新高。根据 3 月 USDA 全球农作物产量报告，**(1) 乌克兰：**预计 2024/2025 年大豆产量为 700 万吨，环比 2 月报告数据+40 万吨（环比+6%），产量创历史新高。俄乌冲突背景下，葵花籽等多数农产品亏损严重，而大豆盈利状况良好，因此农民大豆种植积极性显著提高，驱动大豆单产上升至 2.41 吨/公顷（环比+6%）。**(2) 南非：**预计 2024/2025 年大豆产量为 233 万吨，环比 2 月报告数据-47 万吨（环比-17%），主要系大豆单产下滑至 2.01 吨/公顷（环比-17%）。**(3) 墨西哥：**预计 2024/2025 年大豆产量为 27 万吨，环比 2 月报告数据+6 万吨（环比+29%），主要系大豆单产上升至 2.00 吨/公顷（环比+19%），收获面积扩大至 14 万公顷（环比+8%）。

图6：预计乌克兰大豆产量创历史新高


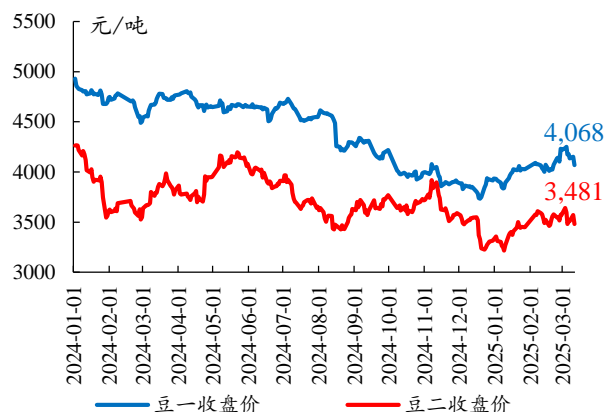
资料来源：USDA

图7：2.10-3.11 CBOT 大豆收盘价下跌 3.74%



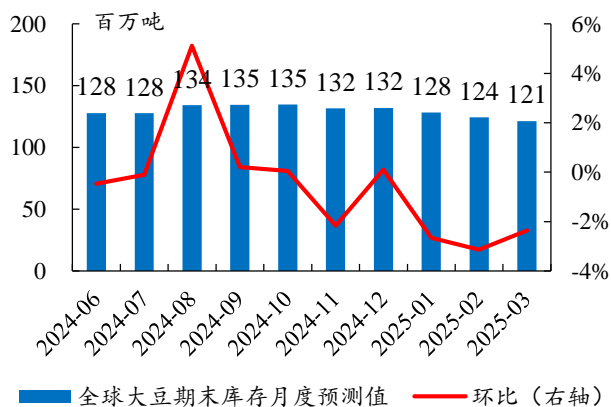
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2.10-3.11 国内豆一收盘价上涨，豆二收盘价下跌



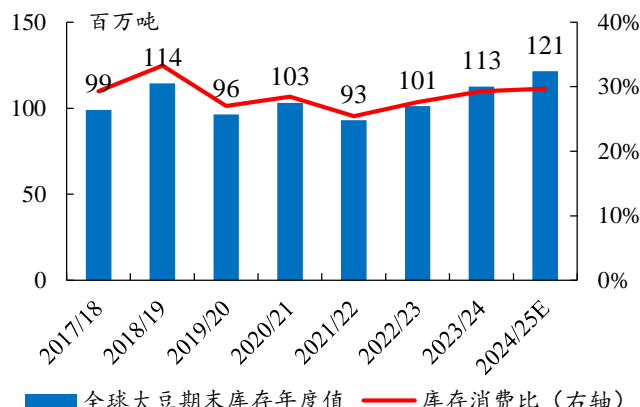
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024/2025 年全球大豆期末库存较前预测值下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：预计 2024/2025 年全球大豆库存消费比同比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：2025 年 3 月报告预测 2024/2025 年全球大豆期末库存量为 1.21 亿吨

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025 年 2 月预测值)	2024/25 (2025 年 3 月预测值)	同比 (%)
期初库存	114.48	96.84	98.64	92.90	101.24	112.49	112.55	11.17%
产量	339.00	367.76	360.45	378.16	394.97	420.76	420.76	6.53%
进口	164.97	165.38	154.47	168.60	178.30	179.24	179.20	0.50%
压榨量	311.45	315.00	316.51	315.62	331.29	349.89	352.84	6.50%
国内消费	357.01	362.38	366.03	366.67	384.44	406.18	409.16	6.43%
出口	165.05	164.48	154.43	171.75	177.51	181.98	181.95	2.50%
期末库存	96.38	103.11	93.09	101.24	112.55	124.34	121.41	7.87%
库存消费比	27.00%	28.45%	25.43%	27.61%	29.28%	30.61%	29.67%	0.40%

数据来源：USDA、开源证券研究所

表4：2025年3月报告预测 2024/2025年中国大豆期末库存量为4396万吨

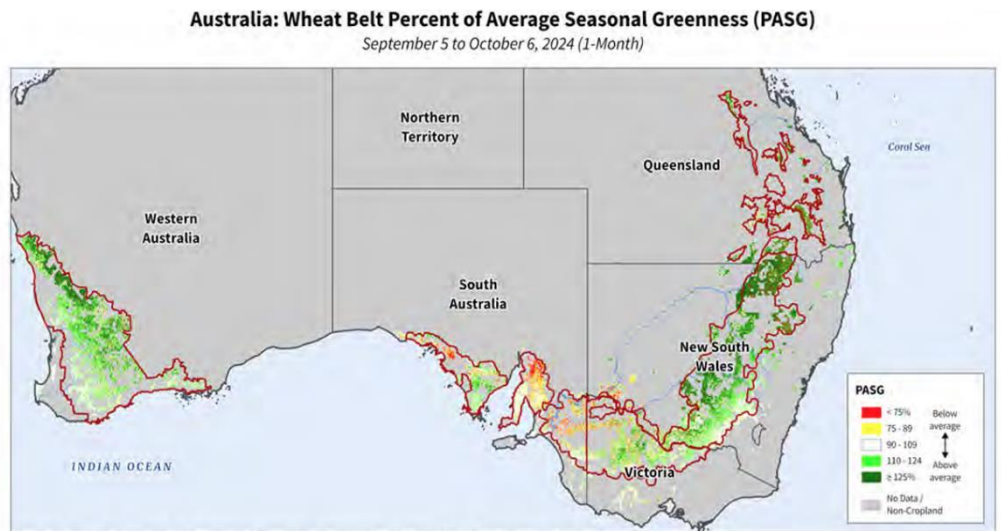
单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025年2月预测值)	2024/25 (2025年3月预测值)	同比(%)
期初库存	18.35	24.48	28.86	25.15	32.34	43.31	43.31	33.92%
产量	18.09	19.60	16.40	20.28	20.84	20.65	20.65	-0.91%
进口	98.53	99.74	90.30	104.50	112.00	109.00	109.00	-2.68%
压榨量	91.50	95.00	90.00	96.00	99.00	103.00	105.00	6.06%
国内消费	110.40	114.90	110.30	117.50	121.80	126.90	128.90	5.83%
出口	0.09	0.07	0.10	0.09	0.07	0.10	0.10	42.86%
期末库存	24.48	28.86	25.15	32.34	43.31	45.96	43.96	1.50%
库存消费比	22.18%	25.11%	22.80%	27.52%	35.56%	36.22%	34.10%	-1.45%

数据来源：USDA、开源证券研究所

4、小麦：2024/2025年全球产量环比上调，消费量环比上调

3月报告上调2024/2025年全球小麦产量、消费量。根据USDA 3月供需预测报告，产量方面，2024/2025年全球小麦产量环比调增344万吨至7.97亿吨。消费方面，2024/2025年全球小麦饲用消费环比调增135万吨至1.55亿吨。贸易方面，2024/2025年全球小麦进口量环比调减211万吨，出口量环比调减92万吨。库存方面，2024/2025年全球小麦期末库存环比调减252万吨至2.60亿吨。

澳大利亚降水量改善驱动小麦单产提升，预计产量创历史第三高。根据3月USDA全球农作物产量报告，(1) **澳大利亚**：预计2024/2025年小麦产量为3411万吨，环比2月报告数据+211万吨（环比+7%），预计产量创历史第三高，主要系降水量改善驱动单产增至2.61吨/公顷（环比+6%），收获面积增至1306万公顷（环比+0.5%）。(2) **乌克兰**：预计2024/2025年小麦产量为2340万吨，环比2月报告数据+50万吨（环比+2%），主要系单产增至4.50吨/公顷（环比+2%）。(3) **阿根廷**：预计2024/2025年小麦产量为1850万吨，环比2月报告数据+80万吨（环比+5%），主要系单产增至3.03吨/公顷（环比+3%），收获面积增至610万公顷（环比+2%）。

图11：降雨量改善驱动澳大利亚小麦单产提升


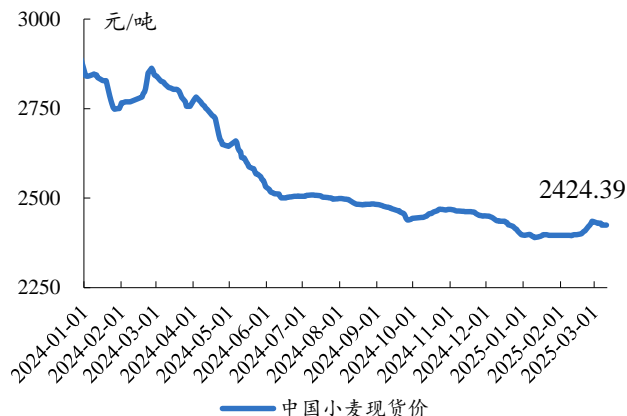
资料来源：USDA

图12: 2.10-3.11 CBOT 小麦价格下跌 4.01%



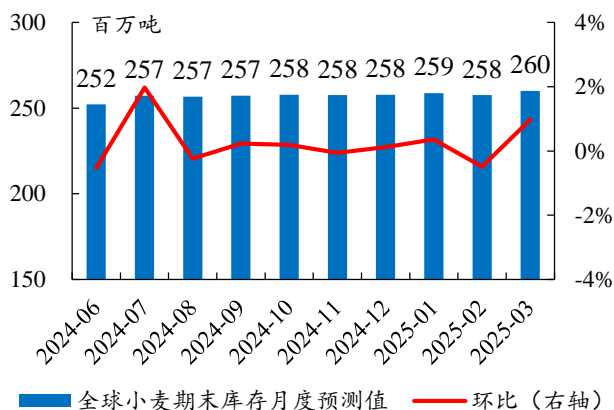
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2.10-3.11 国内小麦现货价格上涨 1.21%



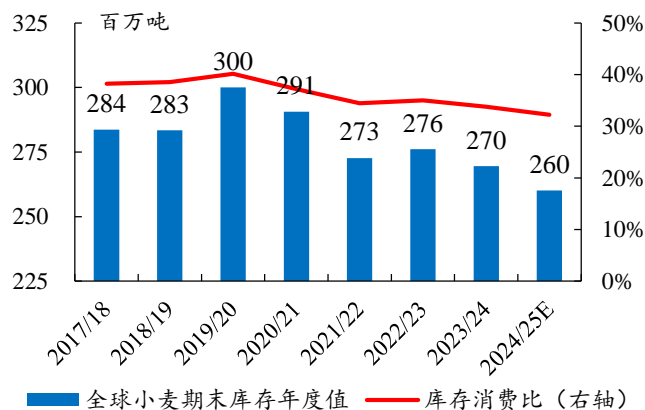
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2024/2025 年全球小麦期末库存较前预测值上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 预计 2024/2025 年全球小麦库存消费比同比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 2025 年 3 月报告预测 2024/2025 年全球小麦期末库存量为 2.60 亿吨

单位: 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025 年 2 月预测值)	2024/25 (2025 年 3 月预测值)	同比 (%)
期初库存	283.37	296.83	283.67	275.59	276.14	267.49	269.50	-2.40%
产量	763.86	776.26	780.35	789.89	791.21	793.79	797.23	0.76%
进口	185.42	194.77	200.18	213.61	222.25	204.81	202.70	-8.80%
饲料消费	139.22	157.70	160.69	152.82	159.24	153.50	154.85	-2.76%
消费总额	747.18	782.43	791.34	789.33	797.85	803.72	806.65	1.10%
出口	191.52	202.64	202.76	221.75	221.21	208.99	208.07	-5.94%
期末库存	300.04	290.67	272.69	276.14	269.50	257.56	260.08	-3.50%
库存消费比	40.16%	37.15%	34.46%	34.98%	33.78%	32.05%	32.24%	-1.54%

数据来源: USDA、开源证券研究所

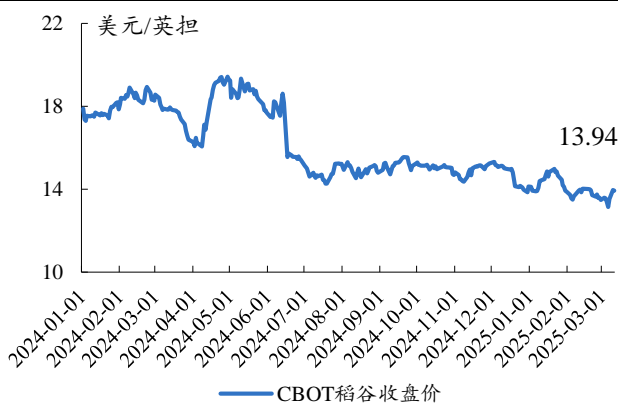
表6：2025年3月报告预测2024/2025年中国小麦期末库存量为1.29亿吨

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025年2月预测值)	2024/25 (2025年3月预测值)	同比(%)
期初库存	138.09	150.02	139.12	136.76	138.82	134.50	134.50	-3.11%
产量	133.60	134.25	136.95	137.72	136.59	140.10	140.10	2.57%
进口	5.38	10.62	9.57	13.28	13.64	8.00	6.50	-52.33%
饲料消费	19.00	45.00	35.00	33.00	37.00	33.00	33.00	-10.81%
消费总额	126.00	155.00	148.00	148.00	153.50	151.00	151.00	-1.63%
出口	1.05	0.76	0.88	0.95	1.04	1.00	1.00	-3.85%
期末库存	150.02	139.12	136.76	138.82	134.50	130.60	129.10	-4.02%
库存消费比	119.06%	89.75%	92.40%	93.80%	87.62%	86.49%	85.50%	-2.13%

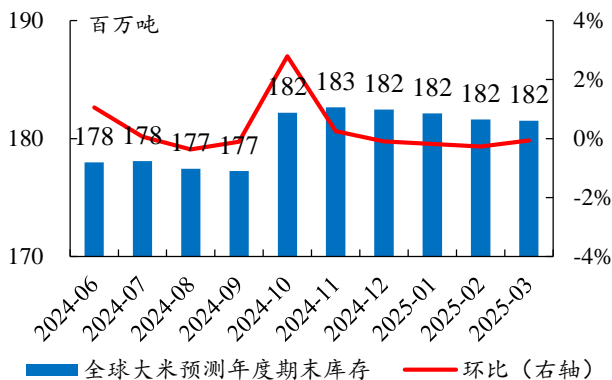
数据来源：USDA、开源证券研究所

5、水稻：2024/2025年全球产量环比下调，消费量环比上调

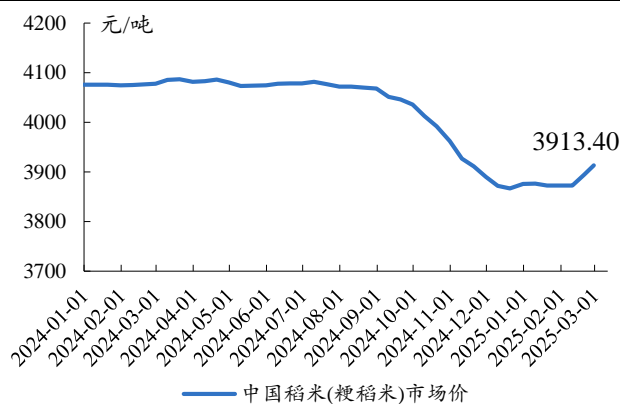
3月报告下调2024/2025年全球水稻产量，上调消费量。根据USDA 3月供需预测报告，产量方面，2024/2025年全球水稻产量环比调减1万吨至5.33亿吨，其中主产国产量环比持平，仅部分非主产国合计环比减产1万吨。消费方面，2024/2025年全球水稻消费环比调增19万吨至5.31亿吨。贸易方面，2024/2025年全球水稻进口量环比调增28万吨，出口量环比调增7万吨。库存方面，2024/2025年全球水稻期末库存环比调减12万吨至1.82亿吨。

图16：2.10-3.11 CBOT 水稻价格上涨0.04%


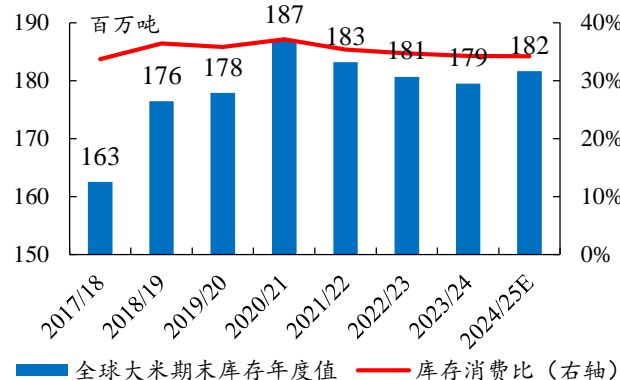
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2024/2025年全球水稻期末库存较前预测值持平


数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2.10-3.11 国内稻米市场价上涨1.05%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：预计2024/2025年全球水稻库存消费比同比上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：2025年3月报告预测 2024/2025年全球水稻期末库存量为1.82亿吨

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025年2月预测值)	2024/25 (2025年3月预测值)	同比(%)
期初库存	176.49	181.64	187.71	184.20	180.71	179.48	179.56	-0.64%
产量	497.69	508.84	513.10	516.70	522.31	532.67	532.66	1.98%
进口	42.32	46.32	54.48	57.32	53.46	54.86	55.14	3.14%
消费总额	496.30	503.50	517.63	520.18	523.46	530.52	530.71	1.39%
出口	43.00	50.76	56.91	55.09	56.87	58.32	58.39	2.67%
期末库存	177.88	186.98	183.19	180.71	179.56	181.63	181.51	1.09%
库存消费比	35.84%	37.14%	35.39%	34.74%	34.30%	34.24%	34.20%	-0.10%

数据来源：USDA、开源证券研究所

表8：2025年3月报告预测 2024/2025年中国水稻期末库存量为1.04亿吨

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025年2月预测值)	2024/25 (2025年3月预测值)	同比(%)
期初库存	115.00	116.50	116.50	113.00	106.60	103.00	103.00	-3.38%
产量	146.73	148.30	148.99	145.95	144.62	145.28	145.28	0.46%
进口	2.60	4.22	5.95	4.38	1.53	2.10	2.10	37.52%
消费总额	145.23	150.29	156.36	154.99	148.12	145.88	145.88	-1.51%
出口	2.60	2.22	2.08	1.74	1.63	1.00	1.00	-38.73%
期末库存	116.50	116.50	113.00	106.60	103.00	103.50	103.50	0.49%
库存消费比	80.22%	77.52%	72.27%	68.78%	69.54%	70.95%	70.95%	1.41%

数据来源：USDA、开源证券研究所

6、风险提示

自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

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3层
邮编：200120
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

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

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