

2025年03月16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

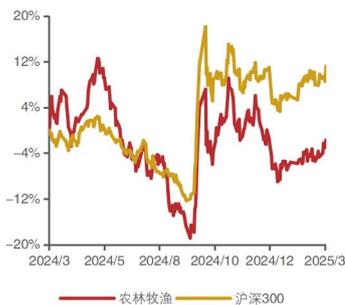
顾超

SAC: S1350524110005

guchao@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



生猪2月第三方能繁下降，白鸡价格环比持续回暖

——农林牧渔行业周报（20250310-20250314）

投资要点：

➤ **生猪：第三方机构样本2月能繁调减。**

2月涌益能繁母猪存栏量样本环比-0.05%（前值+0.63%），主要因头部部分企业更新种群及前期超配后淘汰带动的母猪淘汰量增加。本周涌益数据最新猪价涨至14.62元/kg，出栏均重增至127.92kg，15Kg仔猪涨至604元/头，175kg标肥价差为0.80元/kg。短期看，市场对后市价格及肥标价差持续强势预期不足，加之饲料原料涨价拉升增重成本，二育群体出栏意愿增强，延后的供应压力开始显现，猪价或有下行压力；中长期看全年总体供给偏多，猪价弱势较为确定。产能方面，1月农业部全国能繁母猪存栏量4062万头，即将超出105%的产能调控绿色合理区间。农业农村部对产能增加较多的企业开展窗口指导，行业产能或维持震荡，叠加当前饲料原料价格出现上涨，若出现持续深度亏损，产能或进入去化区间。

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：价格触底回暖，关注25年种源向上弹性。**

毛鸡价格触底反弹，鸡苗价格连续回暖。3月15日烟台鸡苗报价2.9元/羽，环比+7.41%，同比-27.50%；毛鸡价格7.3元/公斤，环比+8.96%，同比-5.93%。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。

➤ **饲料：重点推荐海大集团，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、鲫鱼、鲤鱼、罗非鱼同比+20%/+6%/-7%/-18%，环比+2.0%/+4.4%/+7.4%/-2.0%，特水中叉尾、生鱼、加州鲈、白对虾同比+39%/+0%/+37%/-7%，环比+3.9%/3.0%/+0.2%/-0.7%。

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，重点推荐海大集团。

➤ **宠物：长坡厚雪、持续增长的好赛道，关注自主品牌放量。**

00 后成为消费主力，拉动渗透率提升、单只宠物消费，行业空间有望翻倍。头部品牌马太效应显现，增速大幅高于行业，未来 5 年 CR5 行业集中度有望提升 20PCT，将被头部品牌瓜分。

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。

➤ **农产品：USDA 发布 3 月月报，价格底部回暖趋势预计将延续**

本周美国农业部发布 3 月全球供需报告：**油脂油料整体中性**，全球大豆供应和使用预测包括产量几乎不变、压榨量增加和期末库存减少；**全球的玉米库存连续调减**，24/25 年度中国玉米的进口总量调降至 800 万吨（环比 2 月调减 20%），比 2023 ~ 2024 年度预期的 2341 万吨减少 66%，创出 2019 ~ 2020 年度以来的最低水平。总体看，关税制裁影响有限，农产品进口替代来源充足，但玉米、大豆等产品价格处于历史底部，供需平衡表边际改善，价格中枢抬升趋势有望延续。

➤ **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	7
1.5. 农产品	7
2. 市场与价格情况	7
2.1. 行情表现	7
2.2. 行业新闻	9
2.3. 价格表现	11
3. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 沪深 300 指数收于 4007 点	7
图表 2: 沪深 300 的 PE/PB 为 13.24/1.32	7
图表 3: 农业指数收于 2557 点	8
图表 4: 农业 PE/PB 为 22.80/2.32	8
图表 5: 申万一级行业指数一周涨跌幅	8
图表 6: 农林牧渔细分板块一周涨跌幅	8
图表 7: 养殖业收于 2843.31 点	9
图表 8: 宠物食品收于 1937.08 点	9
图表 9: 饲料收于 4240.13 点	9
图表 10: 种植业收于 2412.92 点	9
图表 11: 水产收于 762.65 点	9
图表 12: 动保收于 3449.89 点	9
图表 13: 生猪/仔猪/猪肉价格	11
图表 14: 二元母猪价格	11
图表 15: 自繁自养利润为 35.15 元/头	12
图表 16: 外购仔猪养殖利润为 34.44 元/头	12
图表 17: 统计局四季度末生猪存栏 42743 万头 (单位: 万头)	12
图表 18: 1 月行业能繁母猪存栏 4062 万头 (单位: 万头)	12
图表 19: 冻品库存涨至 13.32%	12
图表 20: 屠宰企业开工率 (月度) 为 27.91%	12
图表 21: 12 月猪肉进口 9 万吨	13
图表 22: 香港生猪供应量与价格情况	13
图表 23: 烟台毛鸡价格报 3.65 元/斤	13
图表 24: 烟台苗鸡价格报 2.9 元/羽	13
图表 25: 白羽鸡孵化场利润为 0.41 元/羽	14
图表 26: 在产祖代种鸡存栏量	14
图表 27: 在产父母代种鸡存栏量	14
图表 28: 商品代鸡苗销售量	14
图表 29: 国内玉米价格报 2262 元/吨	14

图表 30: 国际玉米价格报 464 美分/蒲式耳	14
图表 31: 国内小麦价格报 2429 元/吨	15
图表 32: 国际小麦价格报 563 美分/蒲式耳	15
图表 33: 国内豆粕价格报 3458 元/吨	15
图表 34: 国际豆粕价格报 307 美元/短吨	15
图表 35: 天然橡胶结算价为 17180 元/吨	15
图表 36: 郑商所棉花结算价为 13680 元/吨	15
图表 37: 国内白砂糖结算价为 6025 元/吨	16
图表 38: 国际原糖结算价为 18.11 美分/磅	16

1. 板块观点

1.1. 生猪

2月涌益能繁母猪存栏量样本环比-0.05%（前值+0.63%），主要因头部部分企业更新种群及前期超配后淘汰带动的母猪淘汰量增加。本周涌益数据最新猪价涨至14.62元/kg，出栏均重增至127.92kg，15Kg仔猪涨至604元/头，175kg标肥价差为0.80元/kg。短期看，市场对后市价格及肥标价差持续强势预期不足，加之饲料原料涨价拉升增重成本，二育群体出栏意愿增强，延后的供应压力开始显现，猪价或有下行压力；中长期看全年总体供给偏多，猪价弱势较为确定。产能方面，1月农业部全国能繁母猪存栏量4062万头，即将超出105%的产能调控绿色合理区间。农业农村部对产能增加较多的企业开展窗口指导，行业产能或维持震荡，叠加当前饲料原料价格出现上涨，若出现持续深度亏损，产能或进入去化区间。

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

毛鸡价格触底反弹，鸡苗价格连续回暖。3月15日烟台鸡苗报价2.9元/羽，环比+7.41%，同比-27.50%；毛鸡价格7.3元/公斤，环比+8.96%，同比-5.93%。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、鲫鱼、鲤鱼、罗非鱼同比+20%/+6%/-7%/-18%，环比+2.0%/+4.4%/+7.4%/-2.0%，特水中叉尾、生鱼、加州鲈、白对虾同比+39%/+0%/+37%/-7%，环比+3.9%/3.0%/+0.2%/-0.7%。

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，重点推荐海大集团。

1.4. 宠物

00 后成为消费主力，拉动渗透率提升、单只宠物消费，行业空间有望翻倍。头部品牌马太效应显现，增速大幅高于行业，未来 5 年 CR5 行业集中度有望提升 20PCT，将被头部品牌瓜分。

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。

1.5. 农产品

本周美国农业部发布 3 月全球供需报告：**油脂油料整体中性**，全球大豆供应和使用预测包括产量几乎不变、压榨量增加和期末库存减少；**全球的玉米库存连续调减**，24/25 年度中国玉米的进口总量调降至 800 万吨（环比 2 月调减 20%），比 2023~2024 年度预期的 2341 万吨减少 66%，创出 2019~2020 年度以来的最低水平。总体看，关税制裁影响有限，农产品进口替代来源充足，但玉米、大豆等产品价格处于历史底部，供需平衡表边际改善，价格中枢抬升趋势有望延续。

2. 市场与价格情况

2.1. 行情表现

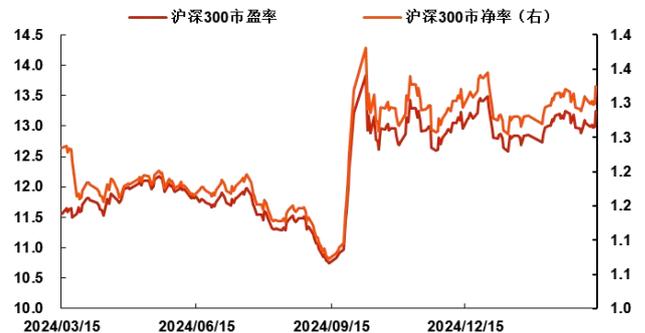
本周（03.10-03.14）沪深 300 指数收于 4007，相比上周涨 1.59%。农林牧渔 II（申万）指数收于 2557，相比上周升 2.84%，其中动物保健（+4.20%）表现最好。

图表 1：沪深 300 指数收于 4007 点



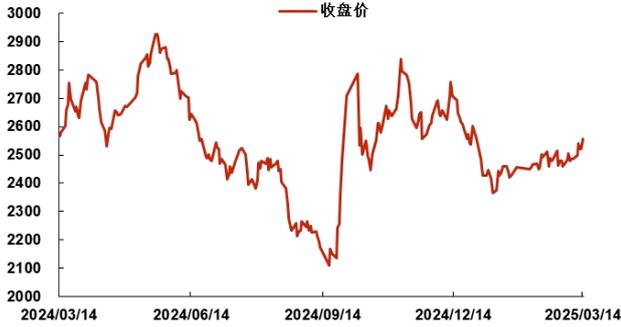
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 2：沪深 300 的 PE/PB 为 13.24/1.32



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 3：农业指数收于 2557 点



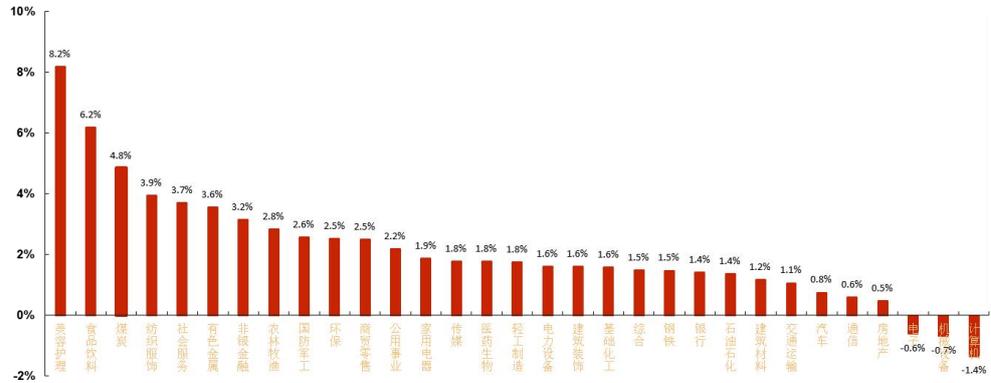
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 4：农业 PE/PB 为 22.80/2.32



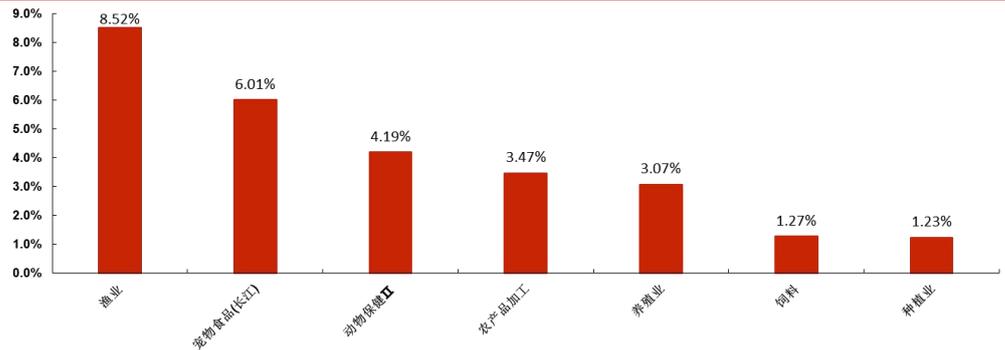
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 5：申万一级行业指数一周涨跌幅



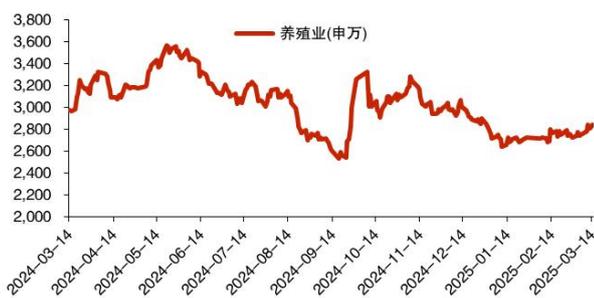
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 6：农林牧渔细分板块一周涨跌幅



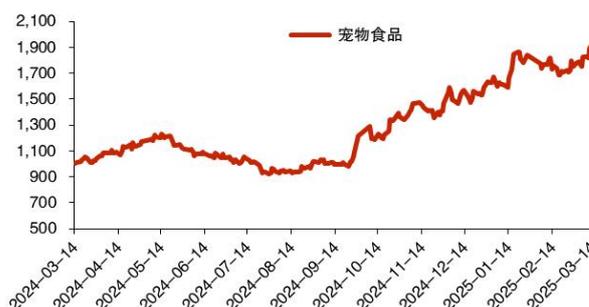
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 7：养殖业收于 2843.31 点



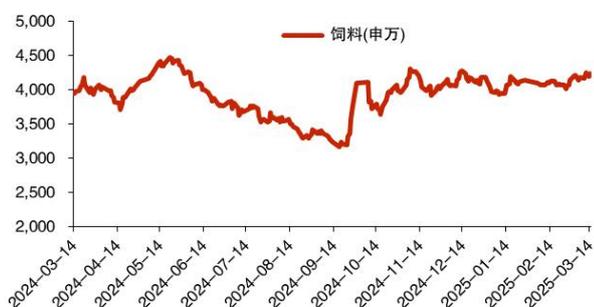
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 8：宠物食品收于 1937.08 点



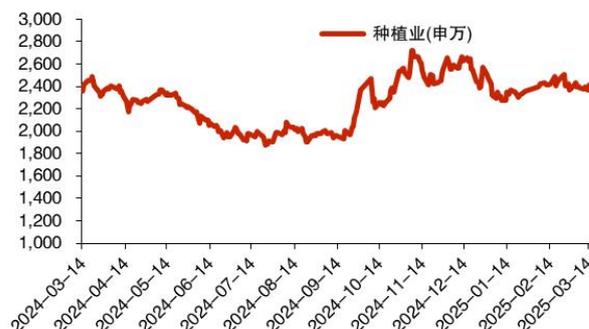
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 9：饲料收于 4240.13 点



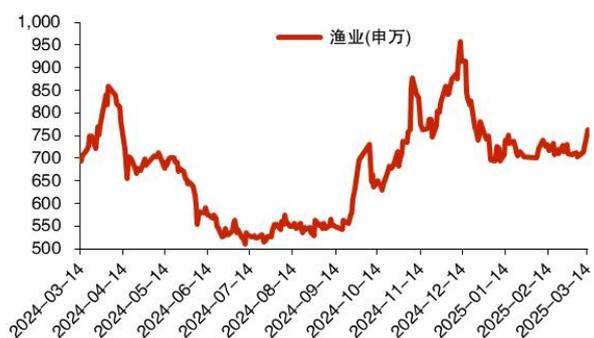
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 10：种植业收于 2412.92 点



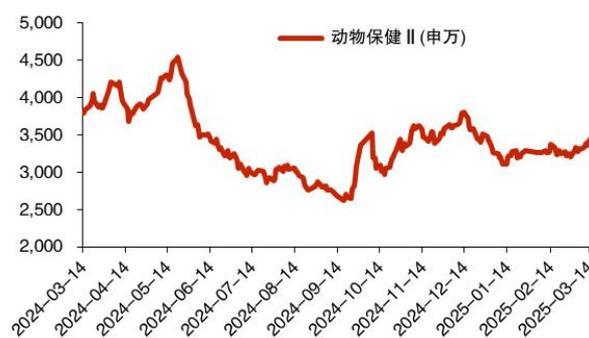
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 11：水产收于 762.65 点



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 12：动保收于 3449.89 点



资料来源：iFind，华源证券研究所

2.2. 行业新闻

1) 专家解读：对美加征关税，中国粮食供应保障能力充足

中国对原产于美国的部分粮食加征关税后，国家粮油信息中心专家王辽卫分析指出，国内粮食供应具备坚实基础。2024 年中国粮食总产量突破 7 亿吨，库存处于历史高位，粮食供应保障能力强，且企业已提前调整采购策略，国内粮价整体平稳。

分品种来看：（1）大豆：2024 年自美进口占比 21.1%（2214 万吨），巴西占比达 71.1%（7465 万吨）。2025 年巴西大豆预计产量 1.69 亿吨，出口能力覆盖中国需求，叠加国内产量 2000 万吨及储备调节，完全可替代美豆缺口。当前美豆完税价较巴西高 531 元/吨，企业已转向采购巴西大豆。（2）玉米/高粱：2024 年玉米进口中自美占比 15.2%，高粱进口自美占比 65.7%。巴西已成为中国最大玉米进口来源国，且国内需求预计下降 50%，国产替代空间显著。（3）小麦：进口以品种调剂为主，自美占比 17%，不影响口粮安全。

国际市场方面，2025 年全球大豆产量超 4 亿吨，南美国家出口期覆盖 3-10 月，价格优势明显。长期来看，减少美国低价粮食进口将提振国产粮价，增强农民种粮积极性。（来源：微信公众号《中国三农发布》）

2) 315 曝光“保水虾仁”，湛江四家企业召回过去 18 个月虾仁

央视 315 晚会曝光“保水虾仁”问题，涉及广东湛江多家企业。3 月 16 日，湛江市场监督管理局发布食品召回通告，要求涉事 4 家企业召回过去 18 个月的虾仁。

保水剂即食品水分保持剂，常用复合磷酸盐，这是一种常见的化学制剂，一般呈白色粒状或粉末状结晶，亲水性强，能在加工时保持虾仁的水分、提升口感和延长保质期，业内称这样处理水产品的方式为“保水”或“泡药”。长期过量摄入磷酸盐可能会带来健康风险，例如消化系统问题、导致人体的钙磷比例失衡、缺钙、引发心血管疾病。

据相关召回通告，此次食品召回，根据《食品召回管理办法》（国家市场监督管理总局令第 31 号）和《广东省市场监督管理局办公室关于做好食品召回公告信息公开的通知》（粤市监办发〔2024〕827 号）的工作要求。共涉及四家企业，分别是湛江宝辉水产有限公司、湛江良基冷冻食品有限公司、湛江中青海洋水产有限公司和湛江尚方舟食品有限公司。（来源：澎湃新闻、新京报）

3) 亚洲规模最大、最具影响力 VIV Asia 2025 推动亚洲畜牧行业发展

3 月 12 日-14 日，2025 年 VIV 国际畜牧展（VIV Asia 2025）在泰国曼谷盛大开幕。本届是亚洲规模最大、最具影响力的畜牧盛会，吸引了来自全球的行业巨头、专家和专业观众，共同探讨行业新趋势。

VIV Asia 不仅仅是一场展览，更是推动亚洲崛起成为全球农业食品和动物保健强国的推动力。亚洲占全球农业产出的 50% 以上，食品支出预计到 2030 年将达到 8.4 万亿美元，亚洲正在塑造食品生产、贸易和投资的未来。随着城镇化和基础设施投资的加速，VIV Asia 将成为行业领袖建立合作伙伴关系、推动创新和释放经济机会的重要平台，这些机会将决定该地区的增长。

嘉吉与 Cooperl 签署了谅解备忘录 (MoU)，正式确立了针对中国市场的战略合作伙伴关系，并进一步加强了双方对推进动物营养养殖实践的共同承诺。（来源：微信公众号《国际畜牧网》）

3) 益生股份从法国引进的第二批祖代白羽肉种

2025 年 3 月 12 日-13 日，益生股份从法国引进的第二批祖代白羽肉种鸡从北京首都国际机场顺利入境，本月公司共引进 36000 套利丰种鸡，预计可为市场提供 200 余万套父母代种鸡。作为行业引种的“破冰者”，益生股份也是目前国内唯一从国外引种的公司。（来源：微信公众号：益生股份）

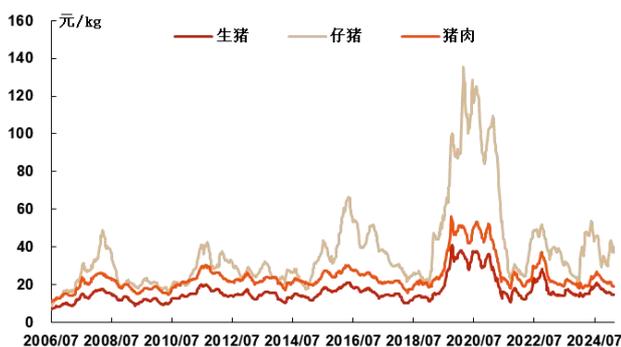
4) 中宠合作“国家队”推动科研升级

3 月 12 日，中宠股份与中国食品发酵工业研究院（以下简称“中国食品院”）、中国皮革制鞋研究院（以下简称“中国皮革院”）正式签署战略合作协议。此次合作聚焦功能肽、胶原蛋白等核心技术在宠物食品领域的创新应用，推动行业科技创新与产业升级，共同探索中国宠物食品领域科技、产业、责任三位一体的创新变革之路。

中宠股份董事、常务副总裁江移山先生表示：“这不仅是一次战略合作，更是一份对行业未来的承诺。我们期待以跨界拓新科研之力，让每一粒宠粮承载更多营养健康价值，让世界看见中国品牌的创新之心。”（来源：中宠股份官网）

2.3. 价格表现

图表 13：生猪/仔猪/猪肉价格



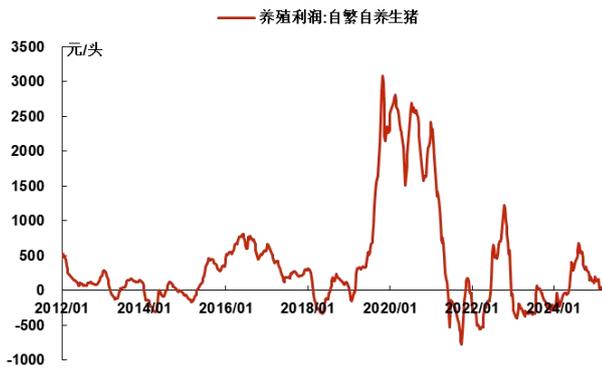
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 14：二元母猪价格



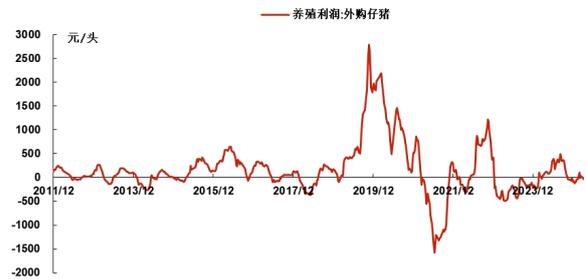
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 15: 自繁自养利润为 35.15 元/头



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 16: 外购仔猪养殖利润为 34.44 元/头



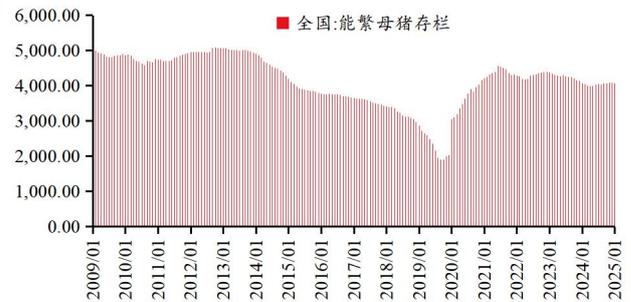
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 17: 统计局四季度末生猪存栏 42743 万头 (单位: 万头)



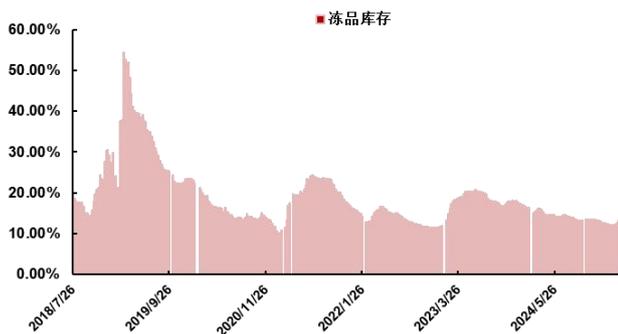
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 18: 1 月行业能繁母猪存栏 4062 万头 (单位: 万头)



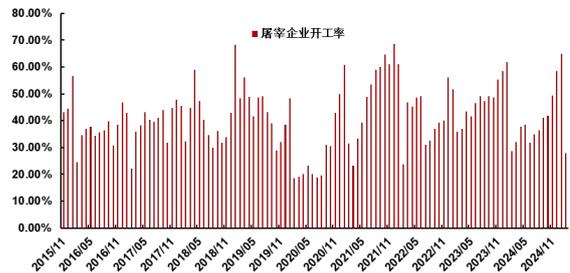
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 19: 冻品库存涨至 13.32%



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 20: 屠宰企业开工率 (月度) 为 27.91%



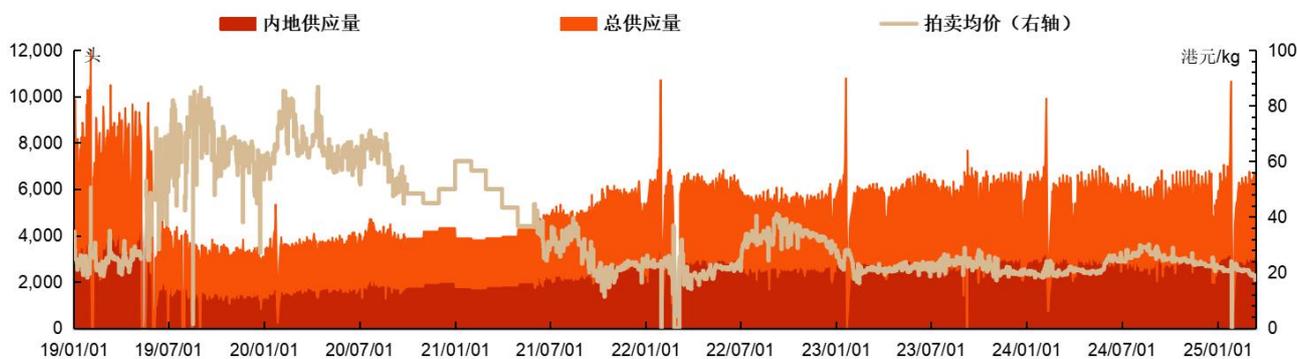
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 21: 12 月猪肉进口 9 万吨



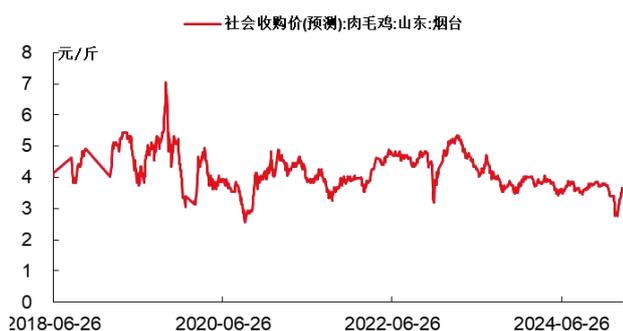
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 22: 香港生猪供应量与价格情况



资料来源: 香港食物环境卫生署, 华源证券研究所

图表 23: 烟台毛鸡价格报 3.65 元/斤



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 24: 烟台苗鸡价格报 2.9 元/羽



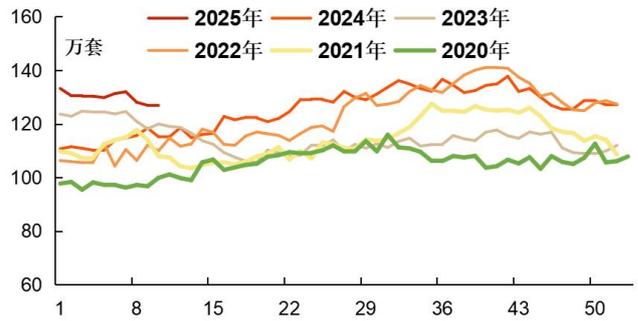
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 25: 白羽鸡孵化场利润为 0.41 元/羽



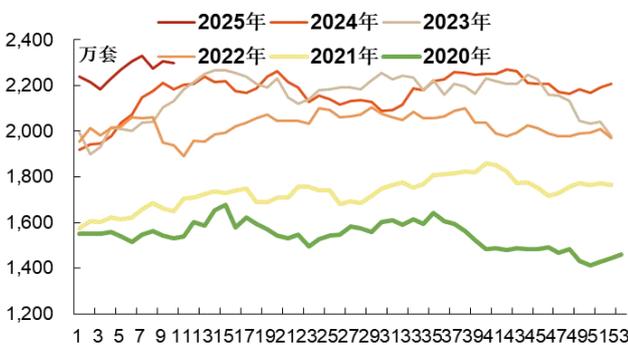
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 26: 在产祖代种鸡存栏量



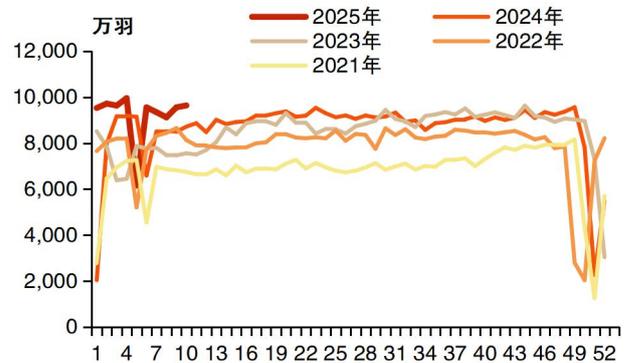
资料来源: 畜牧业协会, 华源证券研究所 (横轴为周)

图表 27: 在产父母代种鸡存栏量



资料来源: 畜牧业协会, 华源证券研究所 (横轴为周)

图表 28: 商品代鸡苗销售量



资料来源: 畜牧业协会, 华源证券研究所 (横轴为周)

图表 29: 国内玉米价格报 2262 元/吨



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 30: 国际玉米价格报 464 美分/蒲式耳



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 31: 国内小麦价格报 2429 元/吨



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 32: 国际小麦价格报 563 美分/蒲式耳



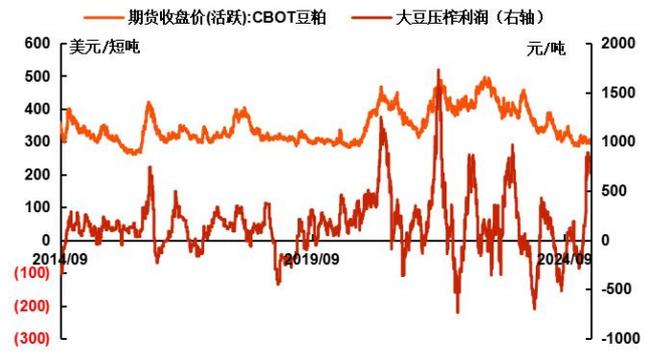
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 33: 国内豆粕价格报 3458 元/吨



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 34: 国际豆粕价格报 307 美元/短吨



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 35: 天然橡胶结算价为 17180 元/吨

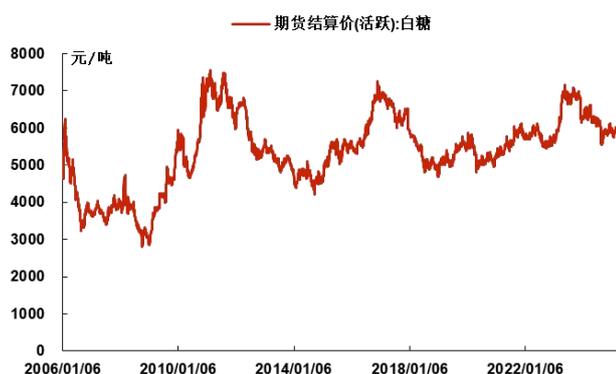


资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 36: 郑商所棉花结算价为 13680 元/吨



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 37: 国内白砂糖结算价为 6025 元/吨


资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 38: 国际原糖结算价为 18.11 美分/磅


资料来源: iFind, 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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“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。