

2025年03月23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：



标肥价差继续收窄，关注低成本养殖龙头

——农林牧渔行业周报（20250317-20250321）

投资要点：

➤ **生猪：标肥价差收窄，肥猪供应压力或显现。**

标肥价差收窄，肥猪供应压力或显现。本周涌益数据最新猪价 14.65 元/kg，出栏均重增至 128.4kg，15Kg 仔猪涨至 630 元/头，175kg 标肥价差为 0.62 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 22 日烟台鸡苗报价 3 元/羽，环比 +3.45%，同比 -27.71%；毛鸡价格 7.16 元/公斤，环比 -1.92%，同比 -6.53%。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 +25%/+7%/-7%/-21%，环比 +2.8%/+0%/+2.7%/-1.6%，特水中叉尾、生鱼、加州鲈、白对虾同比 +41%/+8%/+38%/-4%，环比 +2.9%/4.3%/+0.8%/+1.1%。

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。**

中国海关 1-2 月狗食或猫食饲料及罐头数据显示，开局良好，整体出口收入增速维持较高增速，较 12 月略微放缓，延续 2024 年量增价跌态势。出口总计 5.3 万吨，增长 17.1%，实现 15.4 亿元人民币/2.1 亿美元，对应同比增长 9.1%/7.8%；单价 2.9 万元/吨、yoy-6.8%（4060 美元/吨、yoy-7.9%）。其中罐头依然维持高增速，呈现量价齐升态势，出口量同比增长 44.1%，人民币均价同比上升 5.9%，收入同比增长 52.6%至 1.1 亿元。

分地区看，对美国的出口增速有所恢复，1-2 月出口收入同比增长 18.9%；对日本出口收入同比增长 5%，较 24Q4 有所回升。对德国、英国出口收入同比增长 7.8%、10.8%，较 24Q4 有所回落。对韩国出口收入同比下滑 8.5%，较 24 年表现波动向下。

关注自主品牌表现优秀、业绩持续高增的乖宝，出口表现良好、自主品牌表现崛起的中宠等。

➤ **农产品：USDA 发布 3 月月报，价格底部回暖趋势预计将延续**

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	10
2.3. 价格表现	12
3. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 沪深 300 指数收于 3915 点	8
图表 2: 沪深 300 的 PE/PB 为 12.70/1.29	8
图表 3: 农业指数收于 2533 点	8
图表 4: 农业 PE/PB 为 19.09/2.30	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	9
图表 7: 养殖业收于 2827 点	9
图表 8: 宠物食品收于 1810 点	9
图表 9: 饲料收于 4136 点	9
图表 10: 种植业收于 2363 点	9
图表 11: 水产收于 831 点	10
图表 12: 动保收于 3441 点	10
图表 13: 生猪/仔猪/猪肉价格	12
图表 14: 二元母猪价格	12
图表 15: 自繁自养利润为 49.22 元/头	12
图表 16: 外购仔猪养殖利润为-42.39 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 14.31%	13
图表 20: 屠宰企业开工率 (月度) 为 27.91%	13
图表 21: 2 月猪肉进口 8 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 3.58 元/斤	14
图表 24: 烟台苗鸡价格报 3.0 元/羽	14
图表 25: 白羽鸡孵化场利润为 0.27 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 2267 元/吨	15

图表 30: 国际玉米价格报 463 美分/蒲式耳	15
图表 31: 国内小麦价格报 2432 元/吨	15
图表 32: 国际小麦价格报 558 美分/蒲式耳	15
图表 33: 国内豆粕价格报 3332 元/吨	15
图表 34: 国际豆粕价格报 300 美元/短吨	15
图表 35: 天然橡胶结算价为 16940 元/吨	16
图表 36: 郑商所棉花结算价为 13660 元/吨	16
图表 37: 国内白砂糖结算价为 6119 元/吨	16
图表 38: 国际原糖结算价为 18.62 美分/磅	16

1. 板块观点

1.1. 生猪

标肥价差收窄，肥猪供应压力或显现。本周涌益数据最新猪价 14.65 元/kg，出栏均重增至 128.4kg，15Kg 仔猪涨至 630 元/头，175kg 标肥价差为 0.62 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，猪价弱勢较为确定。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 22 日烟台鸡苗报价 3 元/羽，环比+3.45%，同比-27.71%；毛鸡价格 7.16 元/公斤，环比-1.92%，同比-6.53%。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+25%/+7%/-7%/-21%，环比+2.8%/+0%/+2.7%/-1.6%，特水中叉尾、生鱼、加州鲈、白对虾同比+41%/+8%/+38%/-4%，环比+2.9%/4.3%/+0.8%/+1.1%。

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

中国海关 1-2 月狗食或猫食饲料及罐头数据显示，开局良好，整体出口收入增速维持较高增速，较 12 月略微放缓，延续 2024 年量增价跌态势。出口总计 5.3 万吨，增长 17.1%，实现 15.4 亿元人民币/2.1 亿美元，对应同比增长 9.1%/7.8%；单价 2.9 万元/吨、yoy-6.8%（4060 美元/吨、yoy-7.9%）。其中罐头依然维持高增速，呈现量价齐升态势，出口量同比增长 44.1%，人民币均价同比上升 5.9%，收入同比增长 52.6%至 1.1 亿元。

分地区看，对美国的出口增速有所恢复，1-2 月出口收入同比增长 18.9%；对日本出口收入同比增长 5%，较 24Q4 有所回升。对德国、英国出口收入同比增长 7.8%、10.8%，较 24Q4 有所回落。对韩国出口收入同比下滑 8.5%，较 24 年表现波动向下。

关注自主品牌表现优秀、业绩持续高增的乖宝，出口表现良好、自主品牌表现崛起的中宠等。

1.5. 农产品

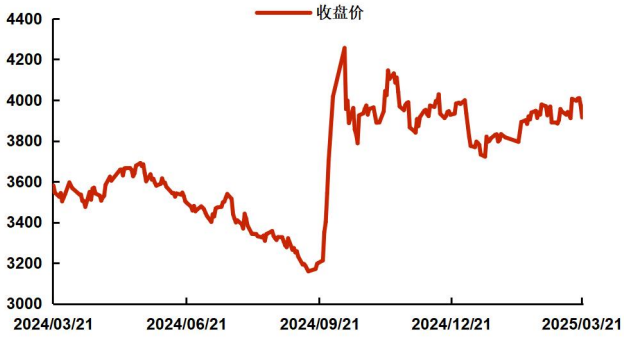
美国农业部发布 3 月全球供需报告：**油脂油料整体中性**，全球大豆供应和使用预测包括产量几乎不变、压榨量增加和期末库存减少；**全球的玉米库存连续调减**，24/25 年度中国玉米的进口总量调降至 800 万吨（环比 2 月调减 20%），比 2023 ~ 2024 年度预期的 2341 万吨减少 66%，创出 2019 ~ 2020 年度以来的最低水平。总体看，关税制裁影响有限，农产品进口替代来源充足，但玉米、大豆等产品价格处于历史底部，供需平衡表边际改善，价格中枢抬升趋势有望延续。

2. 市场与价格情况

2.1. 行情表现

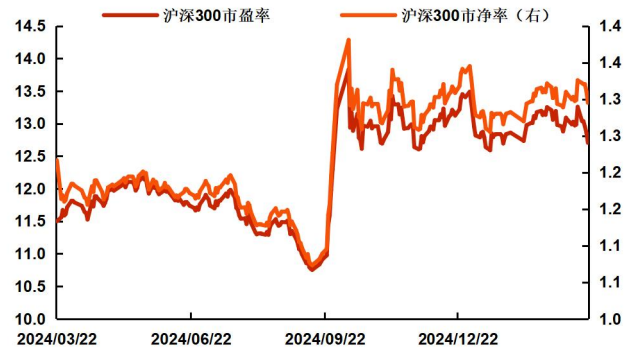
本周（03.17-03.21）沪深 300 指数收于 3915，相比上周跌 2.29%。农林牧渔 II（申万）指数收于 2533，相比上周跌 0.94%，其中渔业（+8.93%）表现最好。

图表 1：沪深 300 指数收于 3915 点



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 2：沪深 300 的 PE/PB 为 12.70/1.29



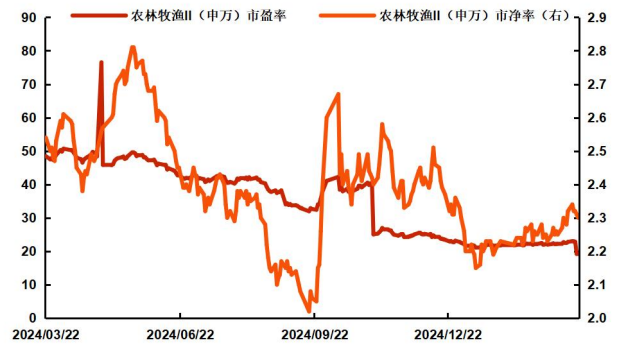
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 3：农业指数收于 2533 点



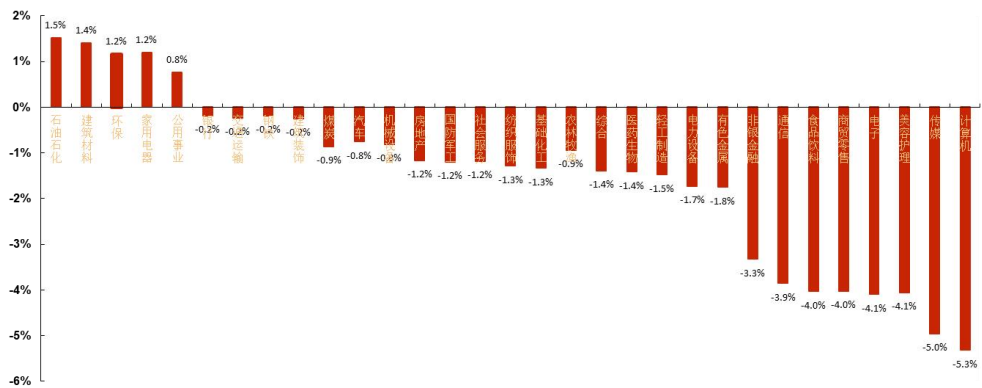
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 4：农业 PE/PB 为 19.09/2.30



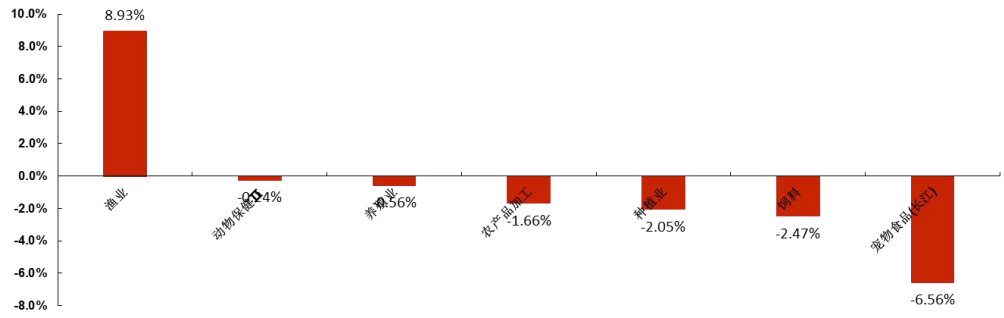
资料来源：iFind，华源证券研究所

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 2827 点



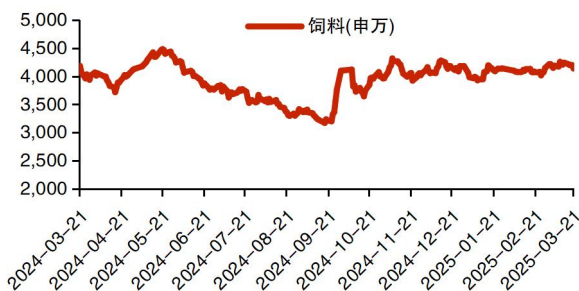
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 8：宠物食品收于 1810 点



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 9：饲料收于 4136 点

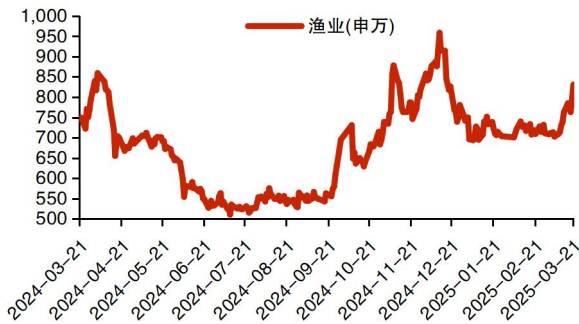


资料来源：iFind，华源证券研究所

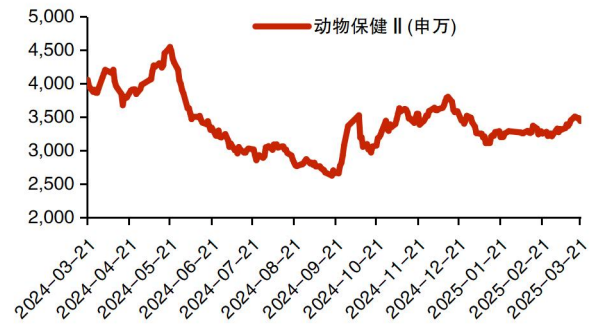
图表 10：种植业收于 2363 点



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 11：水产收于 831 点


资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 12：动保收于 3441 点


资料来源：iFind，华源证券研究所

2.2. 行业新闻

1) 中国解除对阿根廷禽肉进口禁令

3月19日，中国海关总署和农业农村部已解除对阿根廷禽类产品的进口禁令，在时隔两年后中国市场重新开放，从即日起，阿根廷生产的禽肉产品可以开始发往中国。

阿根廷乡村协会主席尼古拉斯·皮诺指出，重新对阿根廷禽肉产品开放市场“是一个极好的消息，中国对家禽产品的需求量很大，这为阿根廷成为相关产品国际贸易的主要供应国提供了战略机遇”。

阿根廷家禽生产商协会和家禽加工企业协会也对中方的这一决定表示欢迎，并强调除了恢复出口外，这一措施还将提高该行业的就业稳定性。中国市场现已重新开放，因此预计在4月的第一周，港口将会有集装箱准备发往中国。（来源：微信公众号《国际畜牧网》）

2) 国际大米价格跌至逾两年低点

国际大米市场竞争加剧，本周泰国大米出口价格跌至2022年10月底以来最低，碎米率为5%的大米价格降至每吨405美元；印度大米出口价格稳定在21个月低点附近，碎米率5%的大米报价为每吨403-410美元，印度本月取消100%碎米出口禁令，此前自2022年9月起该类大米被禁出口；越南碎米率5%的大米周四报价为每吨394美元，为此越南贸易部长指示相关机构加快在菲律宾和中国的推广工作并开拓新市场，越南驻印度贸易参赞敦促越南大米出口商提升竞争力，实现市场和销售渠道多元化。价格下跌主要受需求疲软、供应增加影响，导致供过于求。

同时，孟加拉国虽努力增加进口、加强储备，但国内大米价格依旧居高不下，增加消费者压力。（来源：微信公众号《中华粮网》）

3) 肉禽迎来发展新机遇！三部门印发《中国食物与营养发展纲要（2025—2030年）》

据农业农村部官网消息，3月17日，由农业农村部、国家卫生健康委、工业和信息化部三部门联合印发的《中国食物与营养发展纲要（2025—2030年）》（以下简称《纲要》）正

式公布。纲要提出，到 2030 年，多元化食物供给体系更加完善，食物优质化、特色化、品牌化水平持续提升。食物消费结构向营养健康型转变，食物与营养摄入更加均衡合理，营养健康状况进一步改善。

在食物消费方面，推动富含优质蛋白质和膳食纤维食物人均年消费量稳步提升，豆类、肉类、蛋类、奶类、水产品、蔬菜、水果分别达到 14 公斤、69 公斤、23 公斤、47 公斤、29 公斤、270 公斤、130 公斤以上。

《纲要》中明确指出，要增加优质动物蛋白质供给总量、全面提升肉、蛋、奶营养品质。优化畜禽肉类产销结构，扩大禽肉消费，加快推行冷链配送、冰鲜上市。同时，加强健康消费引导，大力发扬中华饮食文化的优良传统，引导植物性食物和动物性食物合理搭配。

当前我国鸡肉消费占肉类总消费的 20%左右，是第二大肉类消费品，但市场仍存在供大于求的阶段性不足。通过政策引导和冷链技术推广，禽肉消费有望进一步释放潜力。此外，纲要倡导居民膳食结构向营养健康型转变，强调优质蛋白质摄入，这为高蛋白、低脂肪的禽肉产品提供了增长空间。（来源：微信公众号《中禽传媒》）

4) 当 AI 遇上种子 2025 种子大会聚焦智慧育种

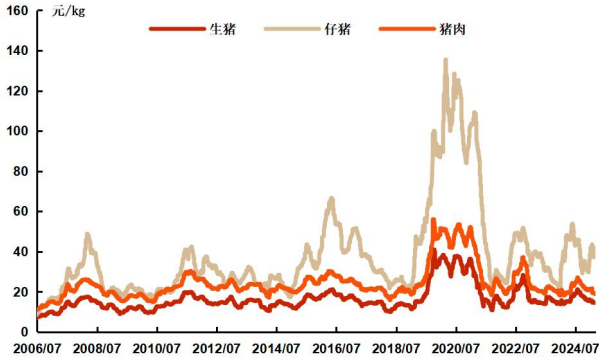
3 月 20 日至 23 日在海南三亚举办的 2025 种子大会暨南繁硅谷论坛上，智慧育种成为焦点议题，业内人士期待智慧育种破译“基因密码”，开启种业创新的新赛道。

在会上，中国科学院院士李家洋提出“智能品种智能创造”的观点令人耳目一新，即集成生物技术、信息技术、人工智能，培育出自主应对环境和气候变化的品种。中国科学院院士钱前认为，作物的农艺性状成千上万，要做到“知其然也知其所以然”，需要算力、算法挖掘基因与性状的关联，以此为基础整合优异性状。同时，与传统的“小作坊式”育种不同，智慧育种需要以工业化思路汇聚大量资源。AI 育种、智慧育种正在从理论走向现实。在种子大会的室内展览数字大屏上，智慧育种成果一一展现。40 多家参展单位纷纷拿出了新鲜科技与看家品种。

我国智能育种方兴未艾，但与跨国种业巨头相比仍存差距。我国在大数据育种平台建设方面仍较薄弱，智能育种的商业化有待突破。海量的育种数据未实现互联互通，也制约着“智慧大脑”算力与算法的充分释放。“要加快运用智慧育种技术选育具有高产、优质、耐逆等特点的‘超级品种’。”钱前说。借力数字技术驱动，不断为中国农业“芯片”升级迭代，确保“中国碗”装满“中国粮”。（来源：微信公众号《新华视点》）

2.3. 价格表现

图表 13: 生猪/仔猪/猪肉价格



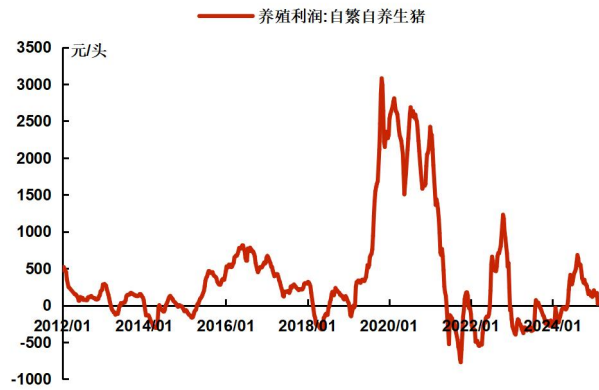
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 14: 二元母猪价格



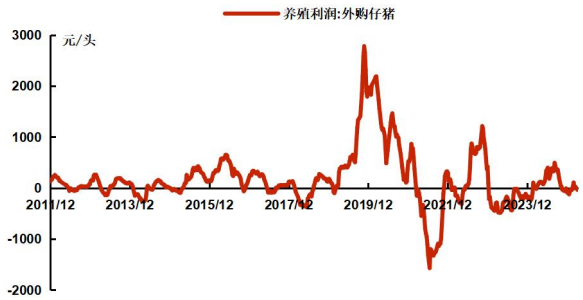
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 15: 自繁自养利润为 49.22 元/头



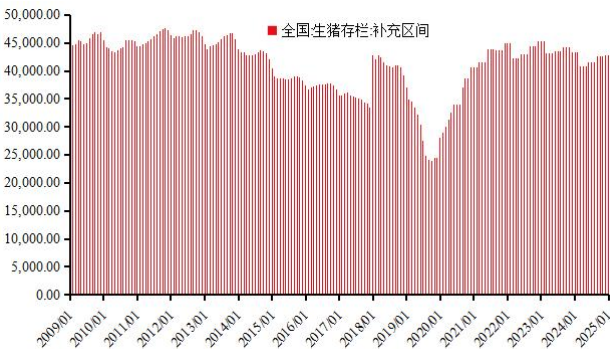
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 16: 外购仔猪养殖利润为-42.39 元/头



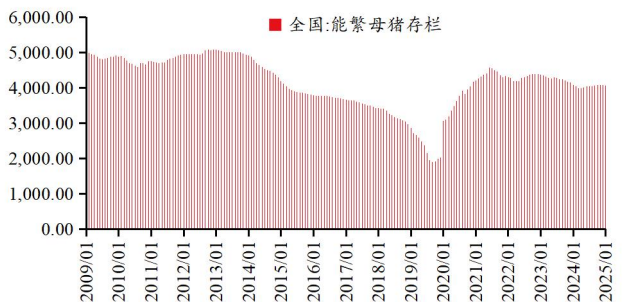
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 17: 统计局四季度末生猪存栏 42743 万头 (单位: 万头)



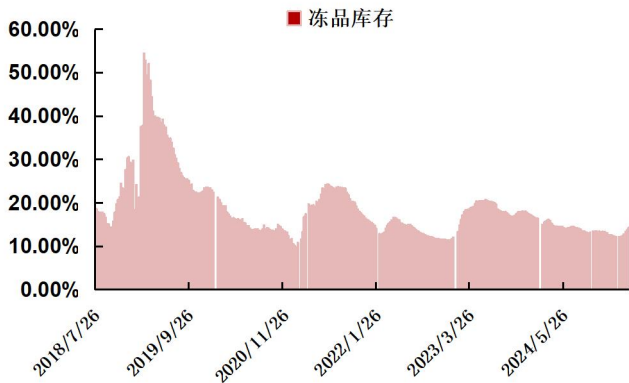
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 18: 1 月行业能繁母猪存栏 4062 万头 (单位: 万头)



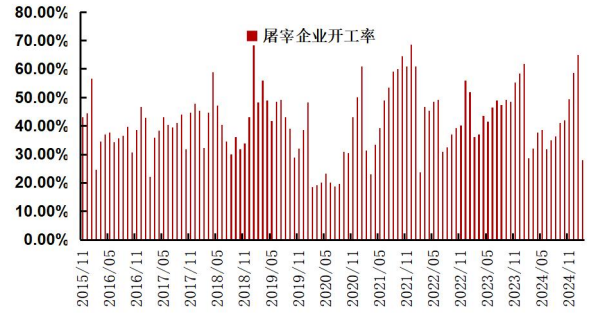
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 19：冻品库存涨至 14.31%



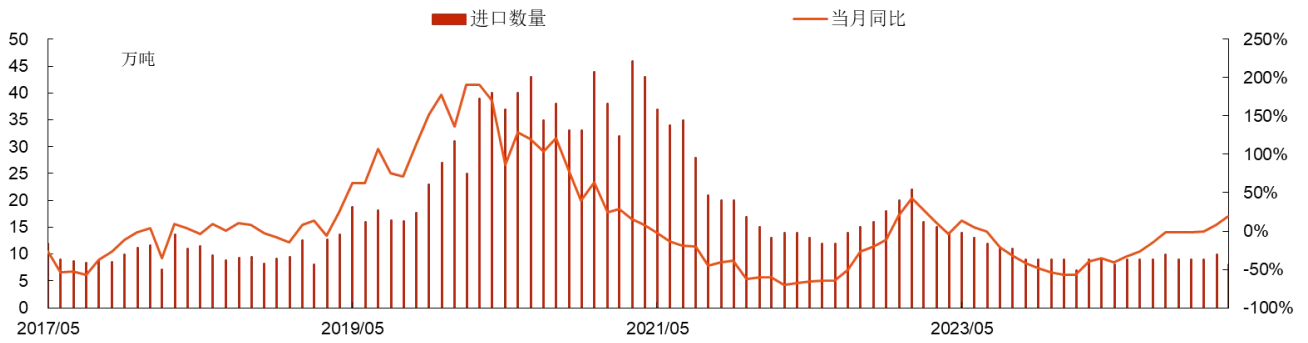
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 20：屠宰企业开工率（月度）为 27.91%



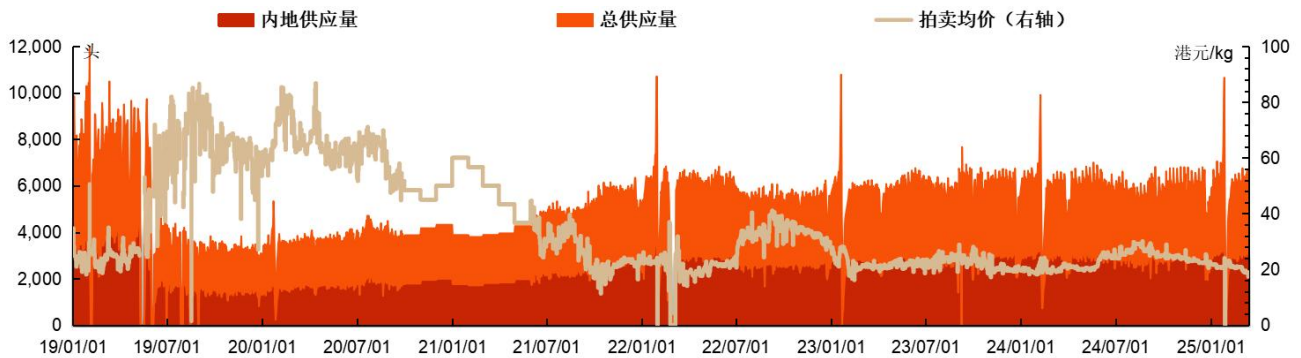
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 21：2 月猪肉进口 8 万吨



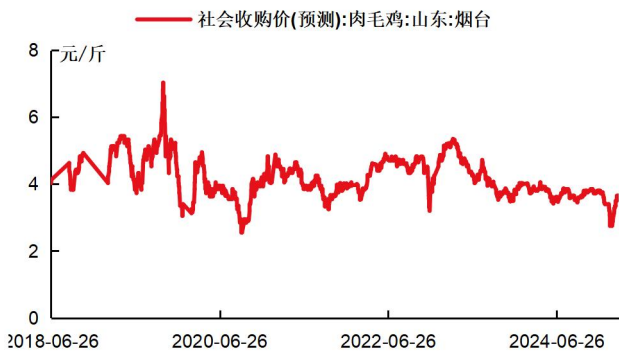
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 22：香港生猪供应量与价格情况



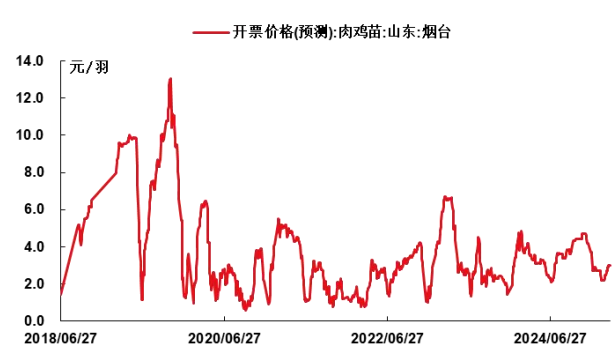
资料来源：香港食物环境卫生署，华源证券研究所

图表 23: 烟台毛鸡价格报 3.58 元/斤



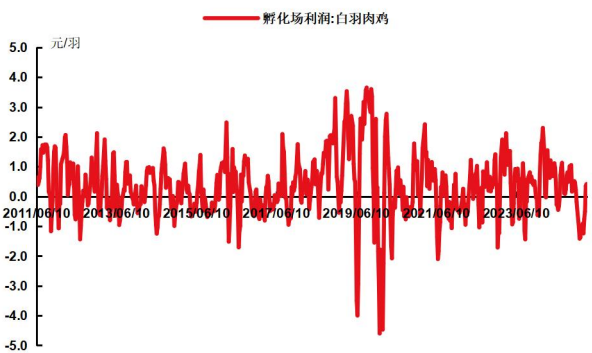
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 24: 烟台苗鸡价格报 3.0 元/羽



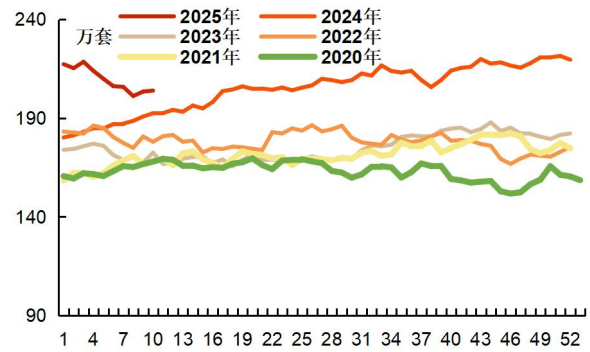
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 25: 白羽鸡孵化场利润为 0.27 元/羽



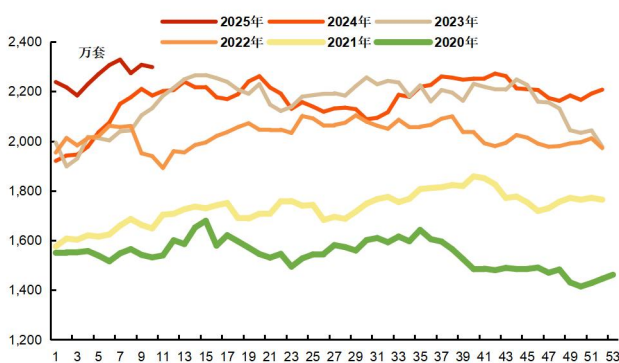
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 26: 在产祖代种鸡存栏量



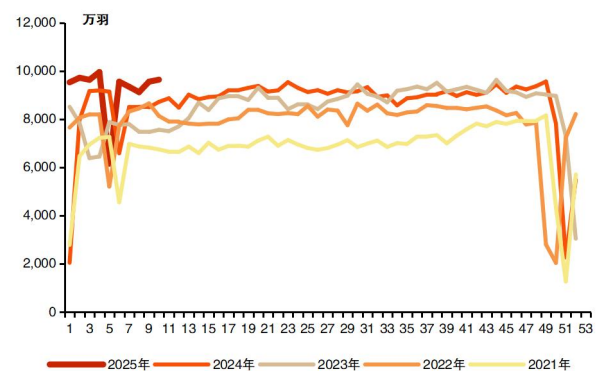
资料来源: 畜牧业协会, 华源证券研究所 (横轴为周)

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 2267 元/吨



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 30: 国际玉米价格报 463 美分/蒲式耳



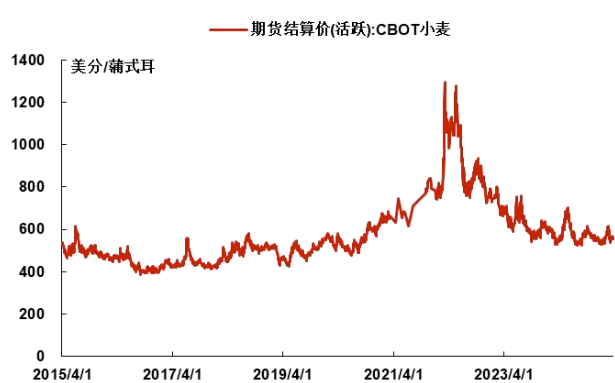
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 31: 国内小麦价格报 2432 元/吨



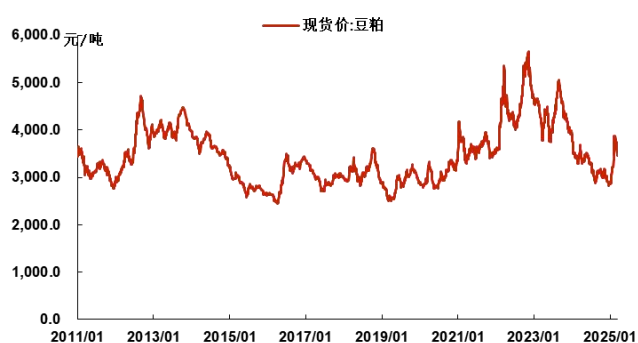
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 32: 国际小麦价格报 558 美分/蒲式耳



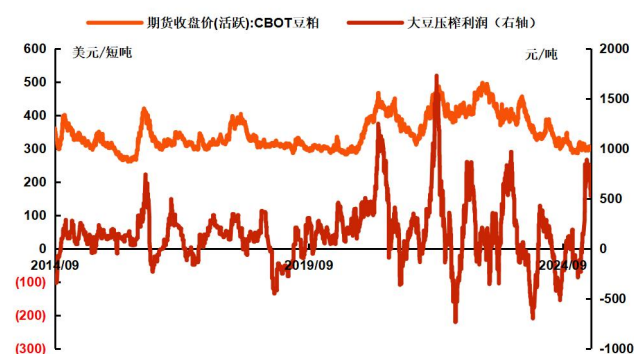
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 33: 国内豆粕价格报 3332 元/吨



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 34: 国际豆粕价格报 300 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 16940 元/吨

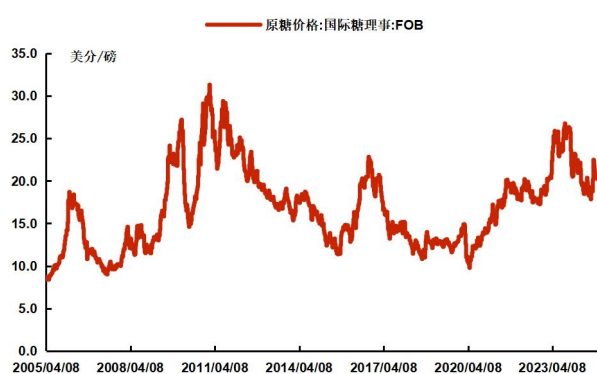

资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 36: 郑商所棉花结算价为 13660 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 6119 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 18.62 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。