

投资评级：看好（维持）

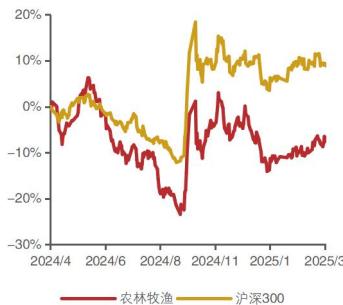
## 证券分析师

雷轶  
SAC: S1350524110001  
leiyyi@huayuanstock.com  
冯佳文  
SAC: S1350524120003  
fengjiawen@huayuanstock.com  
顾超  
SAC: S1350524110005  
guchao@huayuanstock.com

## 联系人

李冉  
liran02@huayuanstock.com

## 板块表现：



# 生猪标肥价差继续收窄，关注美国农业部种植面积报告

## ——农林牧渔行业周报（20250324-20250328）

## 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 14.59 元/kg，出栏均重增至 128.64kg，15Kg 仔猪涨至 647 元/头，175kg 标肥价差为 0.5 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，2 月农业部全国能繁母猪存栏量 4066 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、德康农牧等。

## ➤ 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 30 日烟台鸡苗报价 3.2 元/羽，环比 +6.67%，同比 -9.86%；毛鸡价格 7.4 元/公斤，环比 +2.78%，同比 -2.63%。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 +17%/+12%/-6%/-21%，环比 -1.4%/+4.0%/+3.7%/-0.3%，特水中叉尾、生鱼、加州鲈、白对虾同比 +44%/+8%/+36%/-5%，环比 +2.4%/-2.9%/+1.6%/-0.6%。

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

头部产能布局完成，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。**

随着00后成为消费主体，对宠物的定位人格化、家人化，拉动行业渗透率和单只宠物消费，行业规模有望翻倍。行业出现分化，头部品牌具有马太效应，大幅高于行业增长，未来5年行业集中度预计将快速提升，头部品牌优势持续强化。

25年内外销开局良好，1-2月行业出口额增长9%；1-2月品牌如弗列加特、领先、爵宴、诚实一口、鲜朗的淘系销售额增速达152%、65%、171%、77%、57%，延续前期高增趋势。

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：关注美国农业部3月种植意向调查报告**

**关注美国农业部3月种植意向调查报告。**USDA将于北京时间4月1日零时发布2025/2026年度种植意向报告，种植面积数据主要由3月底和6月底的种植面积报告公布，是农产品供给的重要决定因素。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 12.20/1.24 .....	8
图表 3: 农业指数收于 2547 点 .....	8
图表 4: 农业 PE/PB 为 18.87/2.31 .....	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 2890 点 .....	9
图表 8: 宠物食品收于 1813 点 .....	9
图表 9: 饲料收于 4149 点 .....	9
图表 10: 种植业收于 2322 点 .....	9
图表 11: 水产收于 722 点 .....	10
图表 12: 动保收于 3588 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 51.83 元/头 .....	12
图表 16: 外购仔猪养殖利润为 -27.13 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: 2 月行业能繁母猪存栏 4066 万头 (单位: 万头) .....	12
图表 19: 冻品库存涨至 14.62% .....	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 3.70 元/斤 .....	14
图表 24: 烟台苗鸡价格报 3.2 元/羽 .....	14
图表 25: 白羽鸡孵化场利润为 0.25 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 2264 元/吨 .....	15

图表 30: 国际玉米价格报 453 美分/蒲式耳 .....	15
图表 31: 国内小麦价格报 2424 元/吨 .....	15
图表 32: 国际小麦价格报 528 美分/蒲式耳 .....	15
图表 33: 国内豆粕价格报 3170 元/吨 .....	15
图表 34: 国际豆粕价格报 294 美元/短吨 .....	15
图表 35: 天然橡胶结算价为 16670 元/吨 .....	16
图表 36: 郑商所棉花结算价为 13605 元/吨 .....	16
图表 37: 国内白砂糖结算价为 6061 元/吨 .....	16
图表 38: 国际原糖结算价为 19.07 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 14.59 元/kg，出栏均重增至 128.64kg，15Kg 仔猪涨至 647 元/头，175kg 标肥价差为 0.5 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，2 月农业部全国能繁母猪存栏量 4066 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、德康农牧等。

### 1.2. 肉禽

毛鸡价格触底反弹，鸡苗价格连续回暖。3 月 30 日烟台鸡苗报价 3.2 元/羽，环比+6.67%，同比-9.86%；毛鸡价格 7.4 元/公斤，环比+2.78%，同比-2.63%。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+17%/+12%/-6%/-21%，环比-1.4%/+4.0%/+3.7%/-0.3%，特水中叉尾、生鱼、加州鲈、白对虾同比+44%/+8%/+36%/-5%，环比+2.4%/-2.9%/+1.6%/-0.6%。

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

随着 00 后成为消费主体，对宠物的定位人格化、家人化，拉动行业渗透率和单只宠物消费，行业规模有望翻倍。行业出现分化，头部品牌具有马太效应，大幅高于行业增长，未来 5 年行业集中度预计将快速提升，头部品牌优势持续强化。

25 年内外销开局良好，1-2 月行业出口额增长 9%；1-2 月品牌如弗列加特、领先、爵宴、诚实一口、鲜朗的淘系销售额增速达 152%、65%、171%、77%、57%，延续前期高增趋势。

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

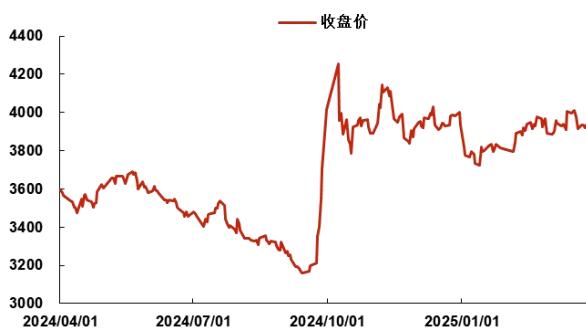
**关注美国农业部 3 月种植意向调查报告。** USDA 将于北京时间 4 月 1 日零时发布 2025/2026 年度种植意向报告，种植面积数据主要由 3 月底和 6 月底的种植面积报告公布，是农产品供给的重要决定因素。美国农业部发布 3 月全球供需报告：**油脂油料整体中性，全球大豆供应和使用预测包括产量几乎不变、压榨量增加和期末库存减少；全球的玉米库存连续调减，24/25 年度中国玉米的进口总量调降至 800 万吨（环比 2 月调减 20%），比 2023~2024 年度预期的 2341 万吨减少 66%，创出 2019~2020 年度以来的最低水平。**总体看，关税制裁影响有限，农产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

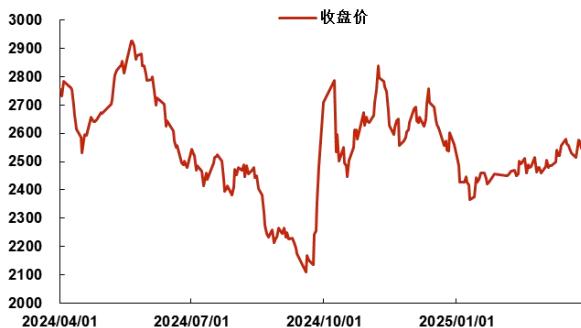
本周（03.24~03.28）沪深 300 指数收于 3915，相比上周涨 0.01%。农林牧渔 II（申万）指数收于 2547，相比上周涨 0.56%，其中动保（+4.25%）表现最好。

图表 1: 沪深 300 指数收于 3915 点



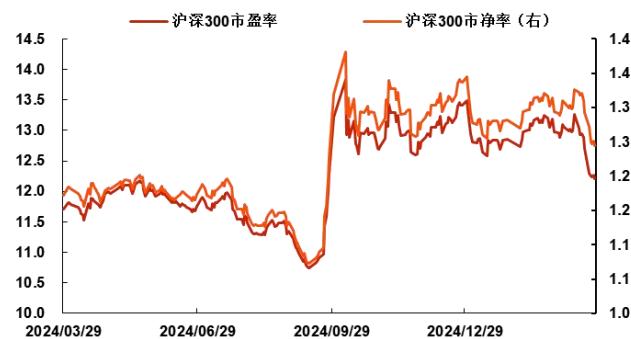
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 3: 农业指数收于 2547 点



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 2: 沪深 300 的 PE/PB 为 12.20/1.24



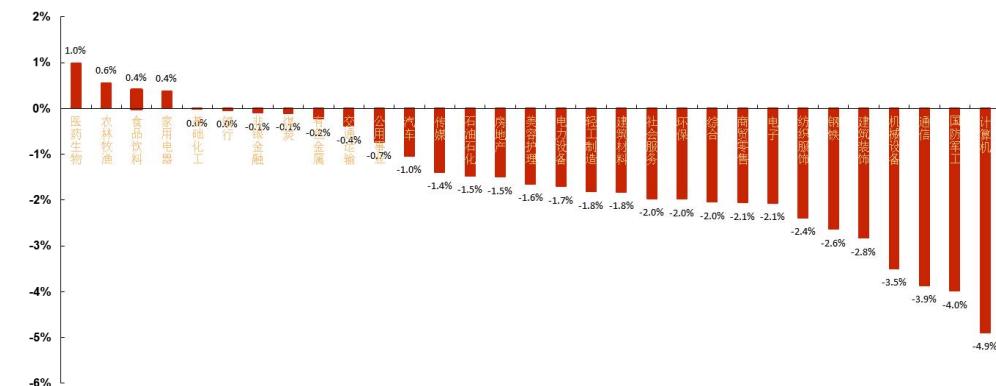
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 4: 农业 PE/PB 为 18.87/2.31

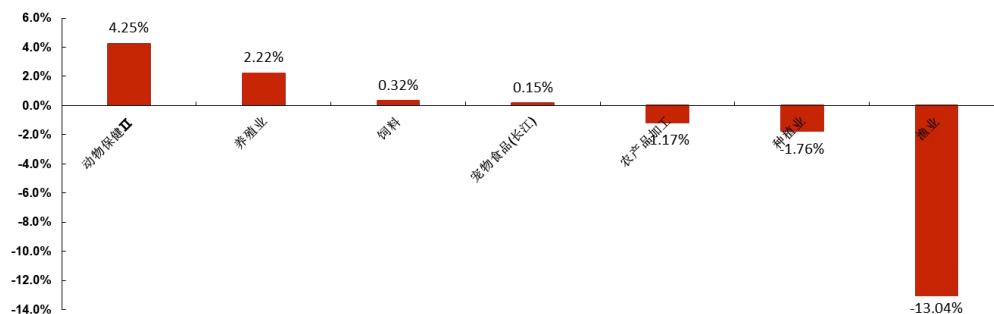


资料来源：iFind，华源证券研究所

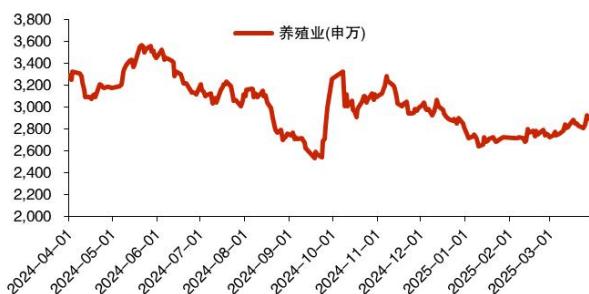
图表 5：申万一级行业指数一周涨跌幅



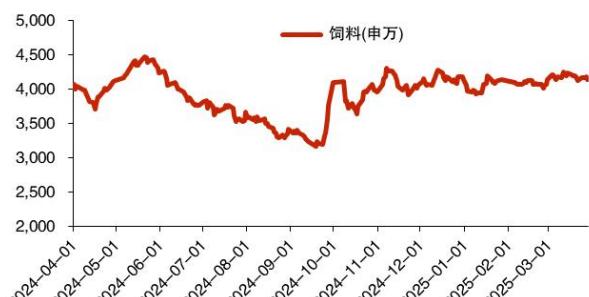
资料来源：iFind，华源证券研究所

**图表 6：农林牧渔细分板块一周涨跌幅**


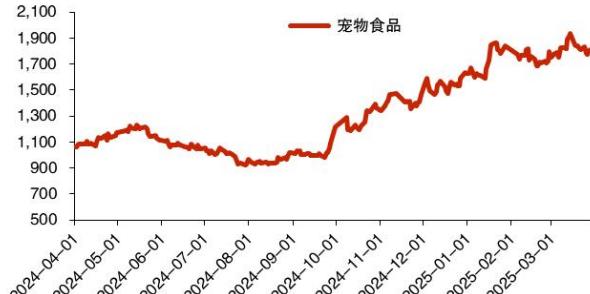
资料来源：iFind, 华源证券研究所

**图表 7：养殖业收于 2890 点**


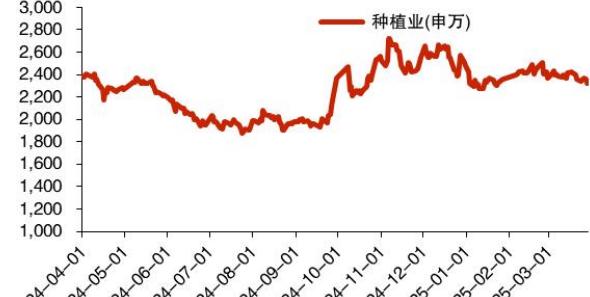
资料来源：iFind, 华源证券研究所

**图表 9：饲料收于 4149 点**


资料来源：iFind, 华源证券研究所

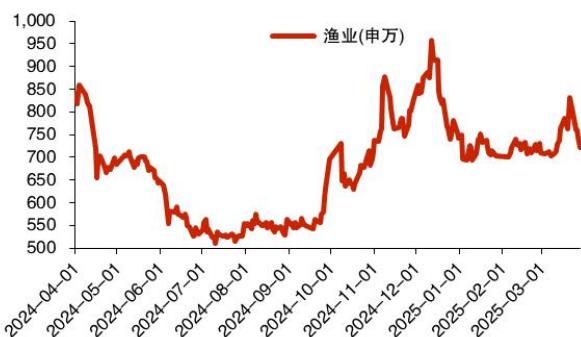
**图表 8：宠物食品收于 1813 点**


资料来源：iFind, 华源证券研究所

**图表 10：种植业收于 2322 点**


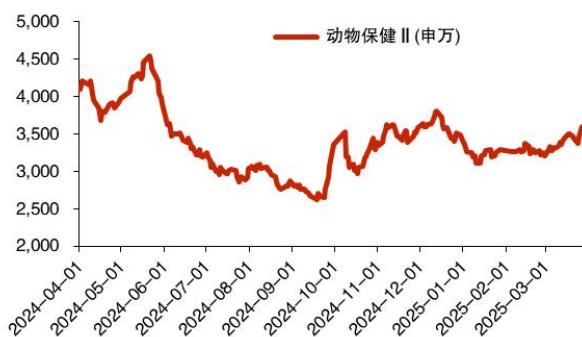
资料来源：iFind, 华源证券研究所

图表 11：水产收于 722 点



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 12：动保收于 3588 点



资料来源：iFind，华源证券研究所

## 2.2. 行业新闻

### 1 ) 200 万吨美国大豆正驶往中国

超 30 艘美国大豆船（约 200 万吨）正驶往中国，近一半将在 4 月 12 日后抵达，届时中国对美农产品加征的 10%–15% 报复性关税生效。这些美豆船货多为中储粮预订，或获关税豁免但未证实。

2024 年中国大豆进口 1.05 亿吨，美国占约 20%，2025 年 1–2 月美国对华出口激增 84%，但 3 月关税反击与巴西丰收将重塑格局。短期看，约 100 万吨大豆 4 月 12 日前抵港可免税缓冲供应，4 月后关税生效（美豆成本增加 45 美元/吨）叠加巴西大豆创记录出口，美豆竞争力下滑，订单或取消。中长期看，若贸易摩擦持久时间较短，美豆凭高含油率可保住部分市场，关键在于 4 月 12 日后到货及中美谈判情况。（来源：微信公众号《中华粮网》）

### 2 ) 京东官宣宠物业务 2025 年最新战略，亿元投入助力爆品倍增

3 月 27 日，京东超市宠物合作伙伴大会暨首届爱宠生活节发布会在北京盛大召开。京东超市宠物业务凭借 350 万建档用户、4000 多万成交用户以及 38% 的高净值用户占比，展现出强劲的市场潜力。会上，京东官方宣布将重点发力宠物业务，并公布了 2025 年最新战略。

京东超市宠物业务将实施四项举措：一是用户价值挖掘，通过精准分析用户画像，实现商品与用户的精准匹配；二是商品规划共创，分析百万款商品，为品牌和商家绘制爆品路线图；三是营销加磅，投入 1 亿元市场费用，每月举办三场宠物相关活动，助力销售超千万的爆品数量翻倍；四是服务升级，推出“不爱吃包退”“原料透明服务”以及宠物生病就医补贴等三项服务，全方位保障消费者权益。

京东超市的这一系列举措，旨在为宠物品牌和商家提供更广阔的发展空间，同时也为消费者带来更优质的产品和服务，进一步推动宠物行业的发展。（来源：微信公众号《宠业家》）

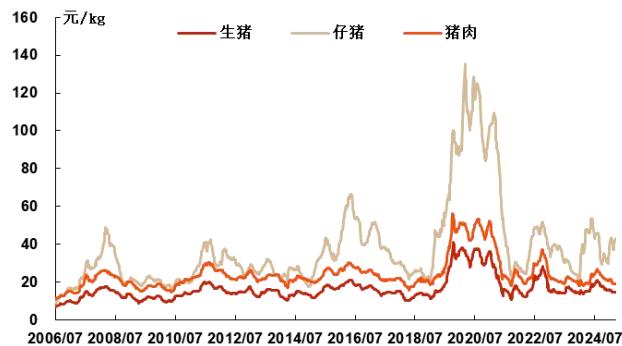
### 3 ) 2025 年 1–2 月份山东饲料行业信息

根据全省样本企业数据测算，2025年1-2月，全省工业饲料总产量732.33万吨，同比增长24.55%。配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产量同比均有所增长（具体见表1）。主要配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产品出厂价格同比均有所下降。

截至2025年3月全省分市饲料生产许可证数量排序。全省有饲料和饲料添加剂生产企业2422家，比2024年底生产企业2405家，增加17家。（来源：微信公众号《山东省行业饲料协会》）

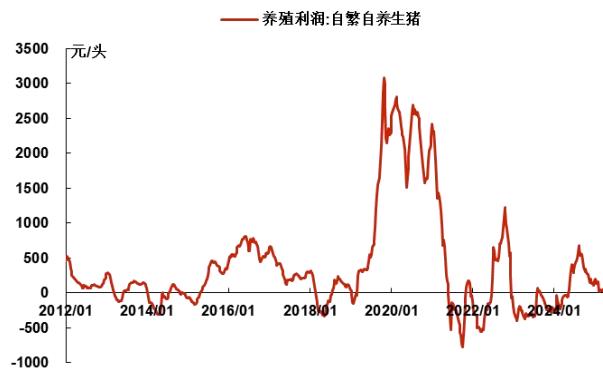
## 2.3. 价格表现

图表 13：生猪/仔猪/猪肉价格



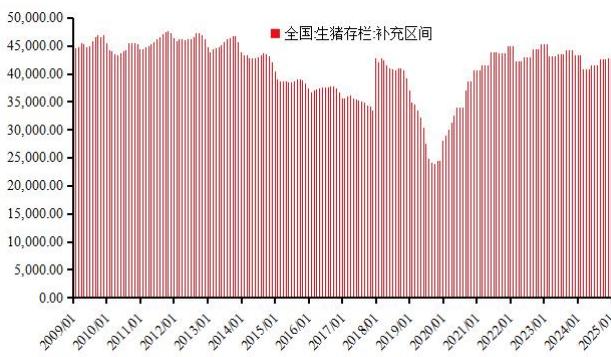
资料来源：iFind, 华源证券研究所

图表 15：自繁自养利润为 51.83 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 14：二元母猪价格



资料来源：iFind, 华源证券研究所

图表 16：外购仔猪养殖利润为 -27.13 元/头

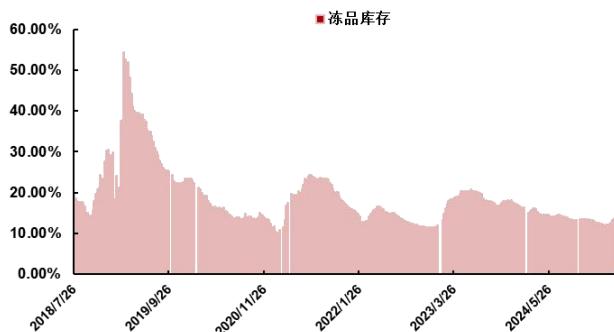


资料来源：iFind, 华源证券研究所

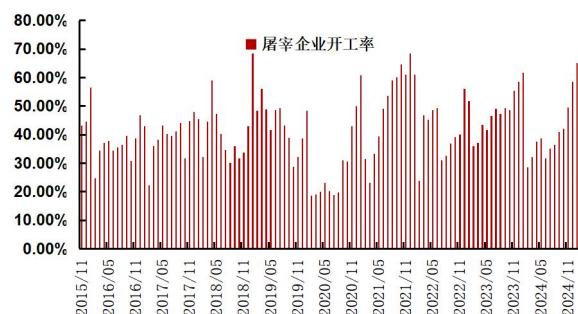
图表 18：2 月行业能繁母猪存栏 4066 万头（单位：万头）



资料来源：iFind, 华源证券研究所

**图表 19：冻品库存涨至 14.62%**


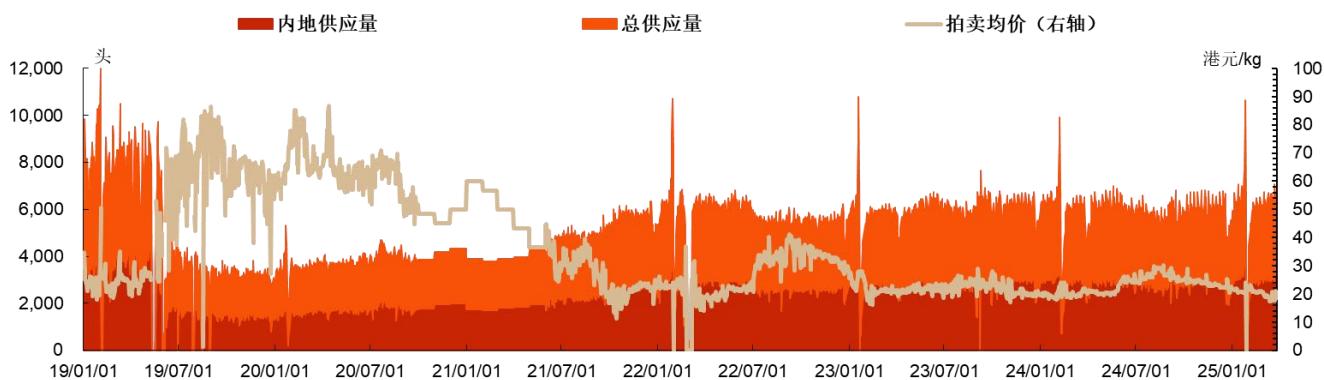
资料来源：iFind, 华源证券研究所

**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**

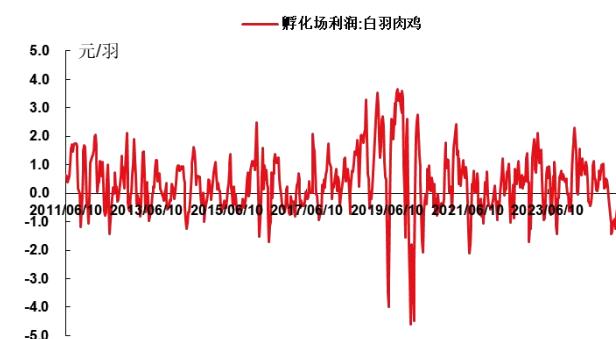

资料来源：iFind, 华源证券研究所

**图表 22：香港生猪供应量与价格情况**


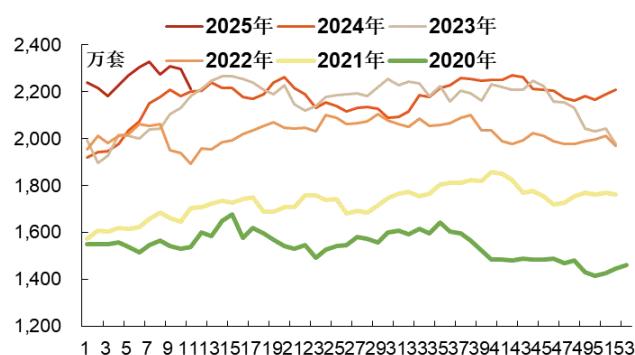
资料来源：香港食物环境卫生署, 华源证券研究所

**图表 23: 烟台毛鸡价格报 3.70 元/斤**

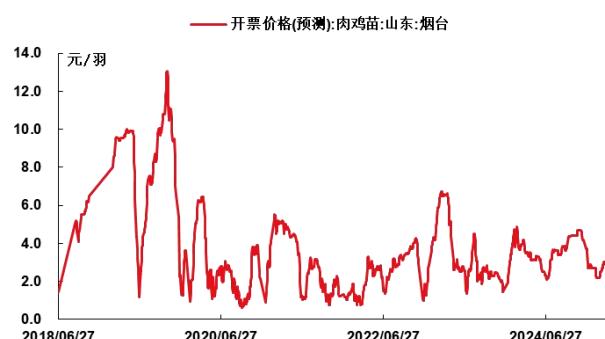

资料来源: iFind, 华源证券研究所

**图表 25: 白羽鸡孵化场利润为 0.25 元/羽**


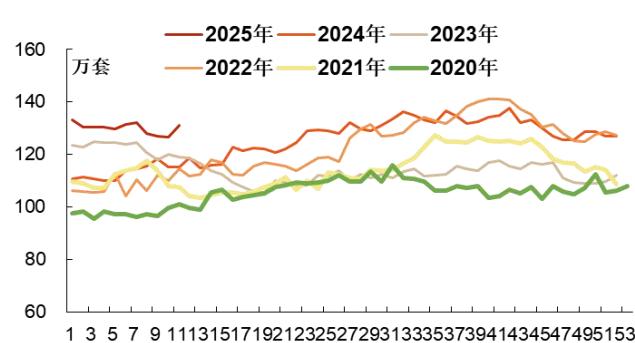
资料来源: iFind, 华源证券研究所

**图表 27: 在产父母代种鸡存栏量**


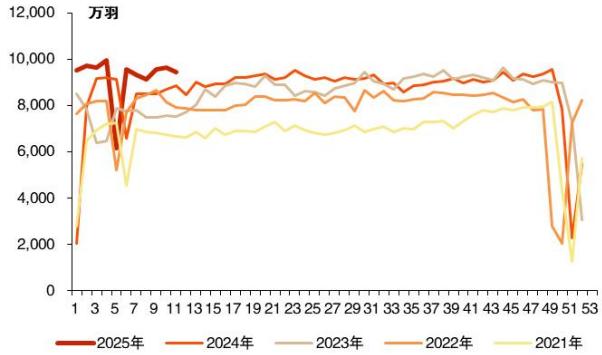
资料来源: 畜牧业协会, 华源证券研究所 (横轴为周)

**图表 24: 烟台苗鸡价格报 3.2 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 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 2264 元/吨**

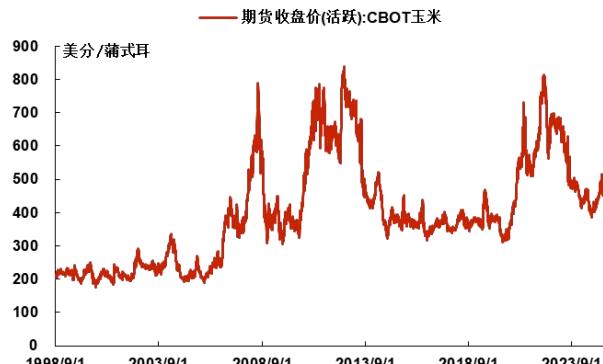

资料来源：iFind, 华源证券研究所

**图表 31：国内小麦价格报 2424 元/吨**


资料来源：iFind, 华源证券研究所

**图表 33：国内豆粕价格报 3170 元/吨**

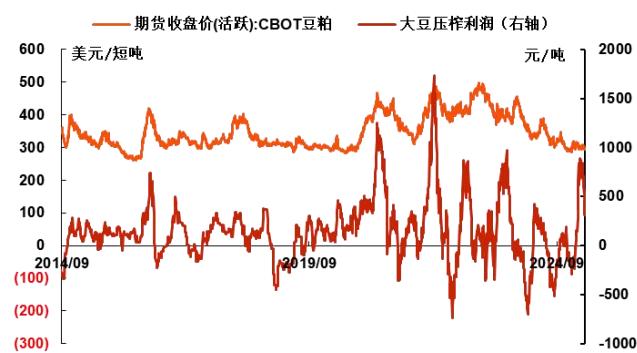

资料来源：iFind, 华源证券研究所

**图表 30：国际玉米价格报 453 美分/蒲式耳**


资料来源：iFind, 华源证券研究所

**图表 32：国际小麦价格报 528 美分/蒲式耳**

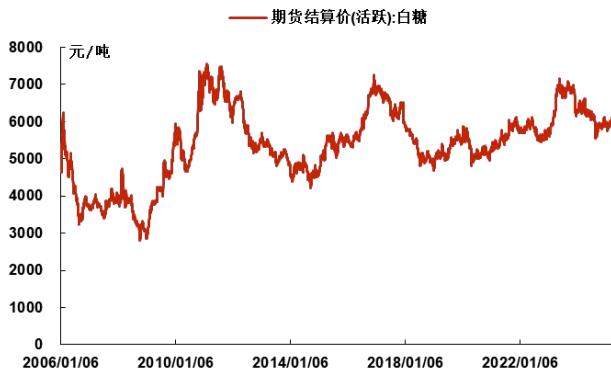

资料来源：iFind, 华源证券研究所

**图表 34：国际豆粕价格报 294 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 16670 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 6061 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 13605 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 19.07 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，严重可能导致企业破产。

**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。