



农林牧渔行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

农林牧渔组

分析师：张子阳（执业 S1130524120008）

zhangziyang@gjzq.com.cn

猪价或震荡偏弱 肉牛价格环比上涨

投资建议

行情回顾：

本周(2025.03.24-2025.03.28)农林牧渔(申万)指数收于2546.76点(周环比+0.56%)，沪深300指数收于3915.17点(周环比+0.01%)，深证综指收于2026.18点(周环比-1.81%)，上证综指收于3351.31点(周环比-0.40%)，科创板收于1029.48点(周环比-1.29%)，农林牧渔行业指数跑赢上证综指。从一级行业涨跌幅来看，本周排名前三的为医药生物(周环比+0.98%)、农林牧渔(周环比+0.56%)、食品饮料(周环比+0.40%)，农林牧渔(周环比+0.56%)排名第2。

生猪养殖：

本周生猪出栏均重为127.88公斤/头，生猪均重处于历史同期较高位置，同时本周行业冻品库容率环比+0.55pct至14.31%，近期生猪存在增重、二育以及冻品入库等累库行为，累库下生猪价格震荡，行业供给压力持续后移，预计生猪价格随着供给的增加和库存端的压力释放存在下跌空间。从猪价与体重的关联度来看：通常累库过程中猪价上涨，去库过程中猪价下跌，冻品库容率的上升和体重的上涨都是累库指标的表现，如果行业在累库过程中猪价仍持续下跌，说明整体供给较为宽松。春节后行业累库行为持续进行延缓了猪价下跌的进程，预计清明与五一节假日前后二育的出栏或导致生猪价格去库下跌，目前生猪板块景气度底部企稳。但是今年整体供给端在上半年并非特别过剩，同时下半年猪价存在分歧，预计猪价下跌过程中仍有入库行为支撑猪价，不排除短期猪价的反弹，但是整体趋势向下不变。目前关于猪价悲观预期已经在期货端有较为充分的释放，而年后价格表现强于此前预期使得整体预期略有上修，产能端缓慢的补充状态对2025年猪价的担忧存在一定的缓解，前期利空在生猪板块已经存在较为充分的释放，经历了一段时间的调整后生猪养殖企业估值处于底部区间。短期来看，2025年在大家相对悲观的情况下，整体行业预期盈利较差，若后续出现去产能行为，利好头部企业利润改善和市占率提升。中长期来看，生猪养殖行业依旧有较为优秀的中枢利润，且非洲猪瘟之后行业的快速扩张中，仍有大量企业是低质量扩充产能，行业成本方差依旧巨大，头部企业有充足的超额利润释放，建议优选低成本高质量扩张的优质企业。重点关注：牧原股份、温氏股份等。

禽类养殖：

前期白羽鸡价格超跌驱动下游屠宰场积极屠宰，目前积压鸡源已经有所消化，随着消费端的逐步回暖以及养殖户的挺价行为，白羽鸡价格有所上涨，近期由于海外禽流感的发酵，2025年1-2月国内祖代更新量仅为8.3万套，同比下降67.5%，且全部依赖国内自繁，若引种端持续终端，白羽鸡产能或出现较大下降。黄羽鸡目前在产父母代存栏处在2018年以来的低位，年后黄鸡价格的走低使得行业去产能再次进行；近期黄羽鸡价格出现较多调整，主要系下游需求偏弱导致，预计随着消费端的逐步好转，黄鸡价格有望跟随猪价回暖，行业可以取得较好盈利。展望全年，随着宏观政策的调整，预计居民需求端有望逐步回暖，餐饮消费回暖带动禽类产品消费提升和高端产品占比提高，而禽畜产品量价齐升逻辑有望增强。

牧业：

2023年以来我国肉牛养殖与奶牛养殖行业均陷入亏损状态，行业产能已经持续去化。供给端来看，国内产能的持续收缩有望在今年逐步传导至终端，同时由于海外牛肉&原奶价格的上涨，预计进口端供给或持续收缩。需求端：我国人均牛肉与牛奶需求量长期提升，此外随着宏观经济的好转，终端消费有望回暖。我们预计原奶价格在25H2有望企稳回升；肉牛方面近期活牛价格已经出现上涨，预计新一轮肉牛周期有望开启。

种植产业链：

近期在关税政策的影响下，大宗农产品价格出现较大波动，而在外部环境不确定性较强的背景下，我国持续推行种业振兴、通过提高粮食单产提升产量。在全球极端天气频发、地缘政治动荡的格局下，粮食价格波动幅度加剧，粮食安全成为我国重要的议题。在加强国内粮食安全的背景下，转基因种子商业化落地持续推进，转基因种子较传统种子或能销售出较高溢价，从而带动龙头种子企业量利齐升，我们建议关注具有先发优势和核心育种优势的龙头种企。

风险提示

转基因玉米推广进程延后/动物疫病爆发/产品价格波动。



内容目录

一、本周行情回顾.....	4
二、重点数据跟踪.....	5
2.1 生猪养殖：行业累库持续进行，生猪供需矛盾持续积累.....	5
2.2 禽类养殖：禽流感持续发酵，关注鸡苗引种情况.....	8
2.3 种植产业链：贸易摩擦频发，关注涨价品种.....	9
2.4 饲料&水产品：饲料价格企稳，水产价格保持平稳.....	11
三、重点新闻速览.....	12
3.1 公司公告.....	12
3.2 行业要闻.....	12
风险提示.....	12

图表目录

图表 1：本周行业涨跌幅情况	4
图表 2：本周各板块涨跌幅情况	4
图表 3：本周农业板块涨幅前十个股	5
图表 4：本周农业板块排名靠后前十个股	5
图表 5：全国商品猪价格走势（元/公斤）	7
图表 6：15 公斤仔猪价格（元/公斤）	7
图表 7：猪肉平均批发价（元/公斤）	7
图表 8：猪粮比价	7
图表 9：生猪养殖利润（元/头）	7
图表 10：二元母猪价格（元/公斤）	7
图表 11：生猪出栏均重(Kg)	8
图表 12：样本企业宰后均重 (Kg)	8
图表 13：白羽肉鸡价格走势（元/千克）	8
图表 14：肉鸡苗价格走势（元/羽）	8
图表 15：父母代种鸡养殖利润（元/羽）	9
图表 16：毛鸡养殖利润变化（元/羽）	9
图表 17：玉米现货价（元/吨）	10
图表 18：CBOT 玉米期货结算价（美分/蒲式耳）	10
图表 19：大豆现货价（元/吨）	10
图表 20：CBOT 大豆期货结算价（美分/蒲式耳）	10



图表 21: 豆粕现货价 (元/吨)	10
图表 22: 豆油现货价格 (元/吨)	10
图表 23: 小麦现货价 (元/吨)	11
图表 24: CBOT 小麦期货结算价 (美分/蒲式耳)	11
图表 25: 早稻现货价 (元/吨)	11
图表 26: CBOT 稻谷期货收盘价 (美分/英担)	11
图表 27: 育肥猪配合料价格 (元/千克)	11
图表 28: 鸡饲料价格 (元/千克)	11
图表 29: 鱼类产品价格 (元/公斤)	12
图表 30: 鲍鱼和海参价格 (元/公斤)	12
图表 31: 海蛎和扇贝价格 (元/公斤)	12
图表 32: 对虾产品价格 (元/公斤)	12



一、本周行情回顾

本周(2025.03.24-2025.03.28)农林牧渔(申万)指数收于2546.76点(周环比+0.56%),沪深300指数收于3915.17点(周环比+0.01%),深证综指收于2026.18点(周环比-1.81%),上证综指收于3351.31点(周环比-0.40%),科创板收于1029.48点(周环比-1.29%),农林牧渔行业指数跑赢上证综指。

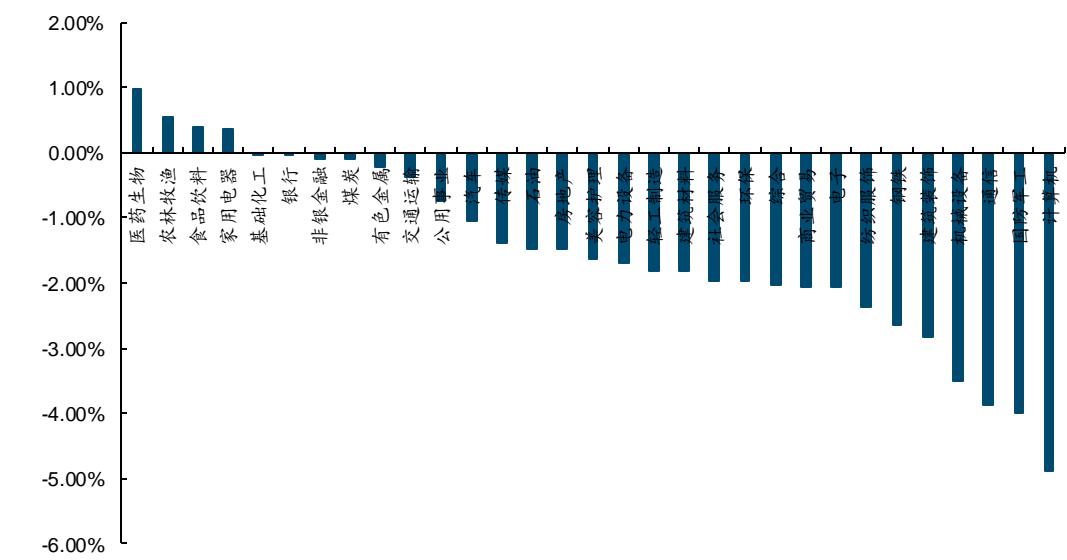
图表1: 本周行业涨跌幅情况

指数	周五收盘价	本周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
深证综指	2026.18	-1.81%	0.05%	11.09%
上证综指	3351.31	-0.40%	0.92%	13.13%
科创板	1029.48	-1.29%	-4.57%	22.59%
沪深300	3915.17	0.01%	0.65%	15.62%
农林牧渔	2546.76	0.56%	3.51%	-11.45%
农产品加工	1990.83	-1.17%	0.95%	-7.98%
种子生产	3001.35	-2.05%	-5.32%	-15.79%
养殖业	2890.12	2.22%	6.10%	-12.22%
饲料	4148.60	0.32%	0.05%	-6.91%
水产养殖	468.97	-12.80%	0.92%	-20.77%
林业	973.27	-8.98%	2.93%	-4.45%
粮油加工	1573.85	0.01%	0.47%	-10.72%
果蔬加工	1154.04	-7.11%	-5.80%	-10.72%

来源: Wind, 国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看,本周排名前三的为医药生物(周环比+0.98%)、农林牧渔(周环比+0.56%)、食品饮料(周环比+0.40%),农林牧渔(周环比+0.56%)排名第2。在个股表现方面,农林牧渔行业中本周表现居前的有回盛生物(+100.16%)、晓鸣股份(+23.73%)、万辰集团(+14.08%);表现居后的有东方海洋(-22.34%)、ST朗源(-19.24%)、开创国际(-18.33%)。

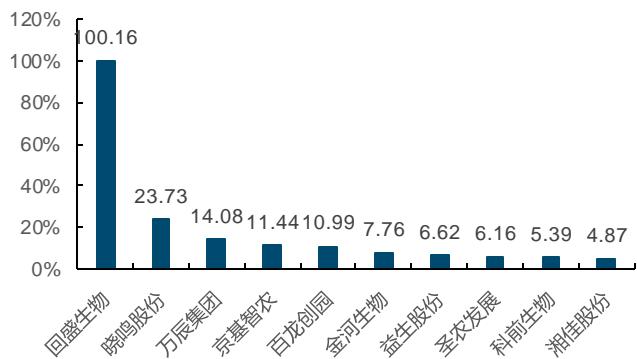
图表2: 本周各板块涨跌幅情况



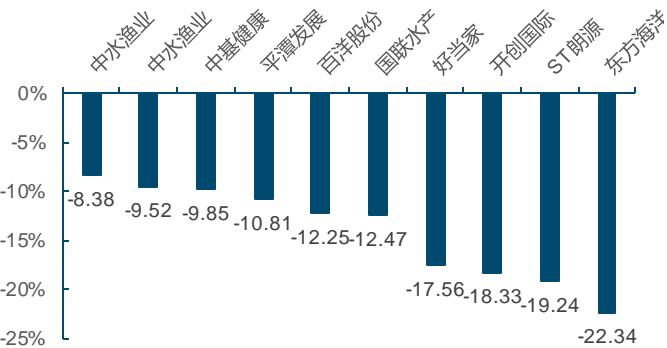
来源: Wind, 国金证券研究所



图表3：本周农业板块涨幅前十个股



图表4：本周农业板块排名靠后前十个股



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

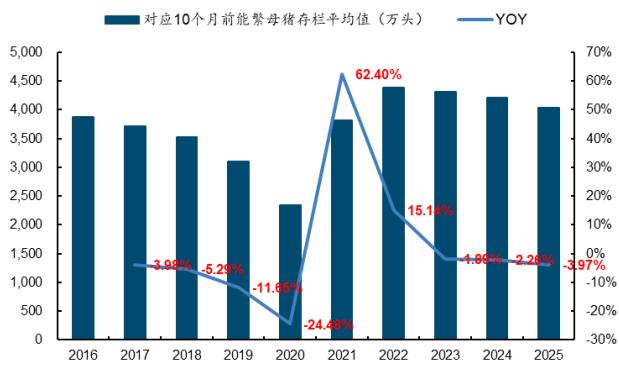
二、重点数据跟踪

2.1 生猪养殖：生猪供需矛盾持续积累，猪价或开启下跌

截至3月28日，全国商品猪价格为14.58元/公斤，周环比-0.88%；15KG仔猪价格为38.13元/公斤，周环比-0.52%；本周生猪出栏均重为127.88公斤/头，较上周-0.52公斤/头。生猪养殖利润方面，周外购仔猪养殖利润为-27.13元/头，盈利周环比+15.25元/头；自繁自养养殖利润为51.83元/头，盈利周环比+2.61元/头。

2025年供给或同比增加，行业养殖盈利收窄。从能繁母猪存栏数据来看2025年对应产能同比下降4%，但是我们仍需考虑行业生产效率的变化，从历史数据来看出栏量与能繁母猪存栏变化虽然趋势一致，但是变化幅度可能存在较大差异。2023Q4北方区域动物疫病较为严重，从而使得仔猪供给在2024Q3存在较大缺口，生猪价格一度超过20元/公斤。若仅仅考虑能繁母猪存栏变化趋势，2024Q4生猪价格应该出现更大幅度的上涨，但是由于行业生产的恢复、二次育肥入场等因素的扰动，生猪价格8月份见顶后逐步回落。从仔猪数据来看，受生产效率回升的影响，新生仔猪在去年Q4已经同比转正，后续供给压力或持续增加。目前生猪养殖行业依旧处于盈利状态，春节以来由于行业增重等行为的影响，生猪价格表现好于市场预期，本周行业自繁自养利润依旧有52元/头，成本优秀的企业单头盈利超过200元/头。根据农业农村部数据，2月份能繁母猪存栏环比+0.1%，行业产能仍在持续增加，下半年供给量或持续增加，在供给端增幅较缓的背景下，行业全年或实现盈利。

图表5：能繁母猪存栏对应2025年产能下滑



图表6：生猪全年出栏仍需考虑生产效率



来源：I find, 国家统计局，国金证券研究所

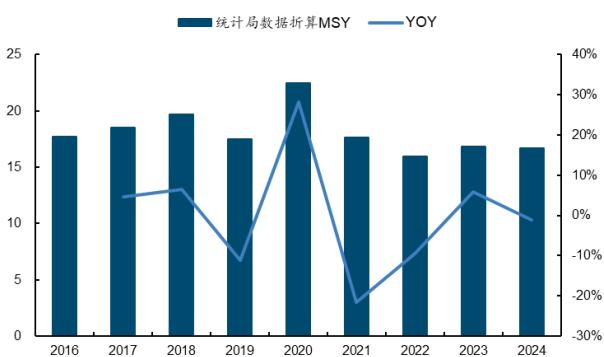
来源：I find, 国家统计局，国金证券研究所



图表7：能繁母猪存栏同比已经回正



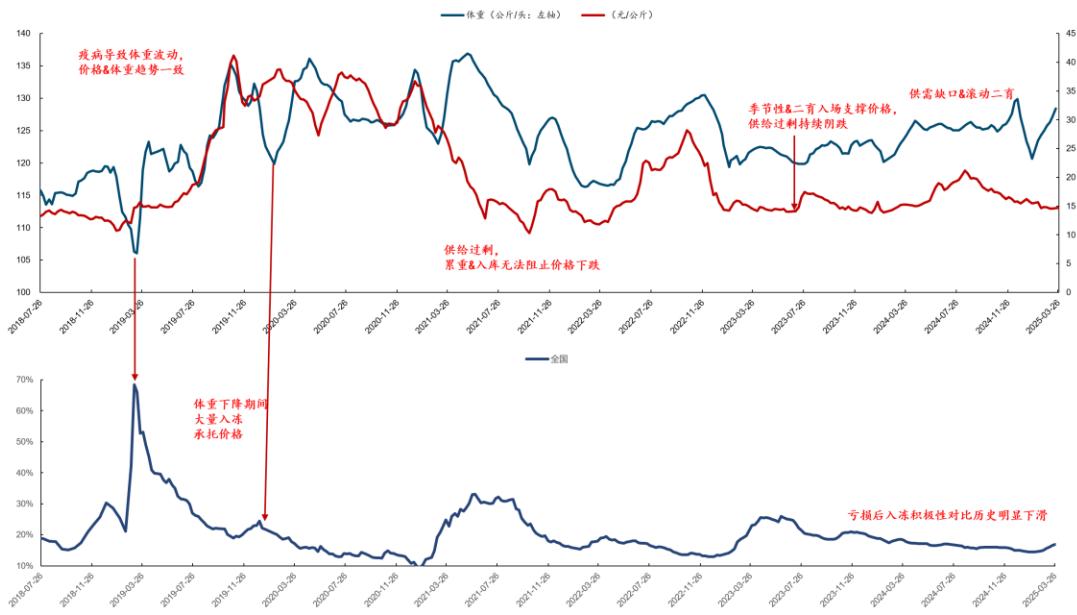
图表8：2024年行业生产效率有所下降



来源：I find, 国家统计局, 国金证券研究所

来源：I find, 国家统计局, 国金证券研究所

图表9：体重与猪价走势关联度较高



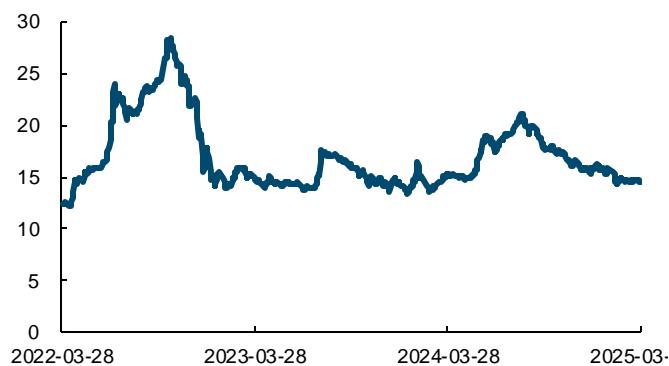
来源：I find, 涌益咨询, 国金证券研究所

本周生猪出栏均重为 127.88 公斤/头，生猪均重处于历史同期较高位置，同时本周行业冻品库容率环比+0.55pct 至 14.31%，近期生猪存在增重、二育以及冻品入库等累库行为，累库下生猪价格震荡，行业供给压力持续后移，预计生猪价格随着供给的增加和库存端的压力释放存在下跌空间。从猪价与体重的关联度来看：通常累库过程中猪价上涨，去库过程中猪价下跌，冻品库容率的上升和体重的上涨都是累库指标的表现，如果行业在累库过程中猪价仍持续下跌，说明整体供给较为宽松。春节后行业累库行为持续进行延缓了猪价下跌的进程，预计清明与五一节假日前后二育的出栏或导致生猪价格去库下跌，目前生猪板块景气度底部企稳。但是今年整体供给端在上半年并非特别过剩，同时下半年猪价存在分歧，预计猪价下跌过程中仍有入库行为支撑猪价，不排除短期猪价的反弹，但是整体趋势向下不变。

目前关于猪价悲观预期已经在期货端有较为充分的释放，而年后价格表现强于此前预期使得整体预期略有上修，产能端缓慢的补充状态对 2025 年猪价的担忧存在一定的缓解，前期利空在生猪板块已经存在较为充分的释放，经历了一段时间的调整后生猪养殖企业估值处于底部区间。短期来看，2025 年在大家相对悲观的情况下，整体行业预期盈利较差，若后续出现去产能行为，利好头部企业利润改善和市占率提升，目前板块景气度底部企稳。中长期来看，生猪养殖行业依旧有较为优秀的中枢利润，且非洲猪瘟之后行业的快速扩张中，仍有大量企业是低质量扩充产能，行业成本方差依旧巨大，头部企业有充足的超额利润释放，建议优选低成本高质量扩张的优质企业。建议关注：牧原股份、巨星农牧、温氏股份、德康农牧、神农集团、华统股份、唐人神、新五丰、京基智农等。

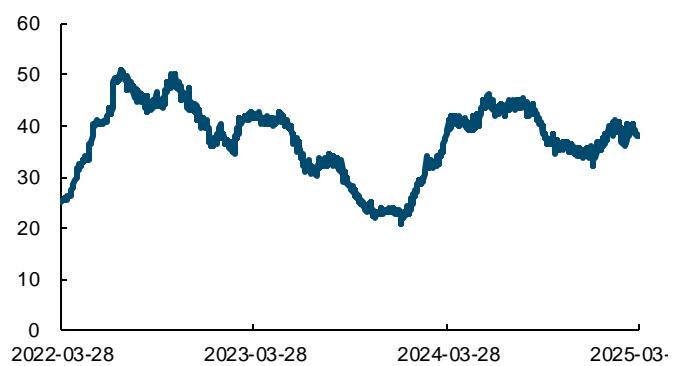


图表10：全国商品猪价格走势（元/公斤）



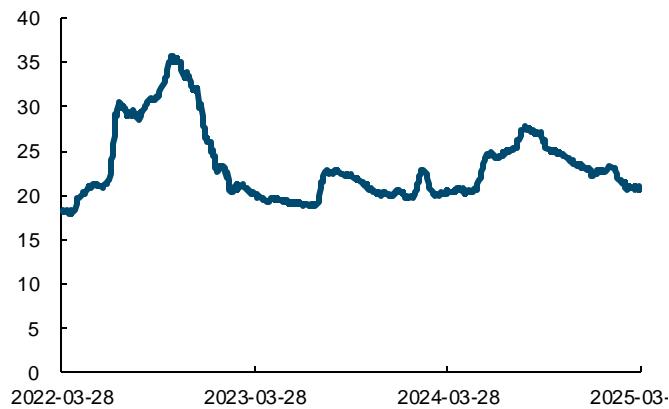
来源：I find, 国金证券研究所

图表11：15公斤仔猪价格（元/公斤）



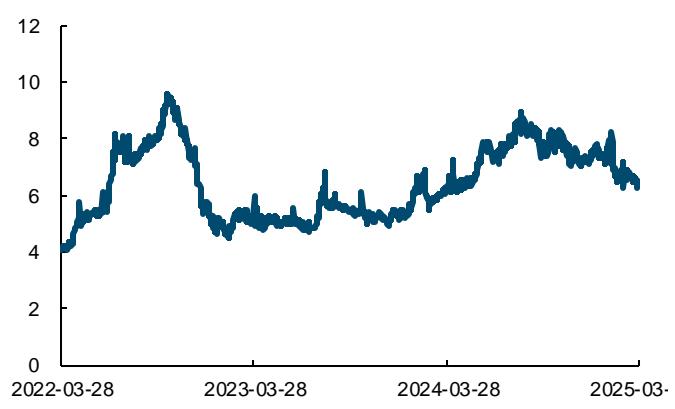
来源：I find, 国金证券研究所

图表12：猪肉平均批发价（元/公斤）



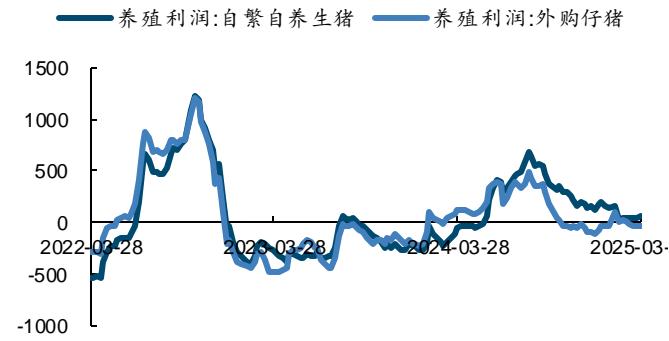
来源：I find, 国金证券研究所

图表13：猪粮比价

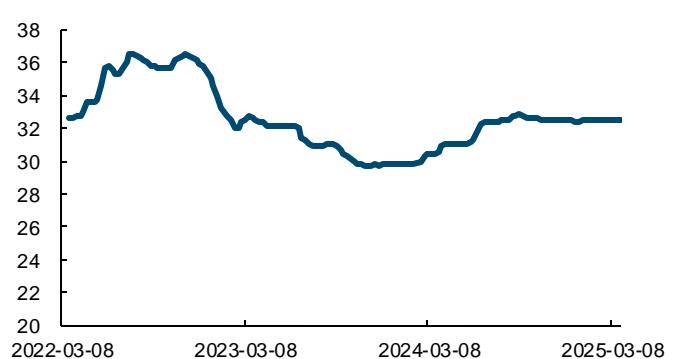


来源：I find, 国金证券研究所

图表14：生猪养殖利润（元/头）



图表15：二元母猪价格（元/公斤）

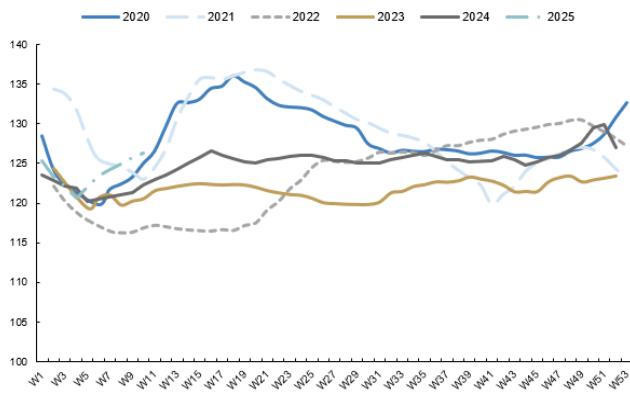


来源：I find, 国金证券研究所

来源：I find, 国金证券研究所

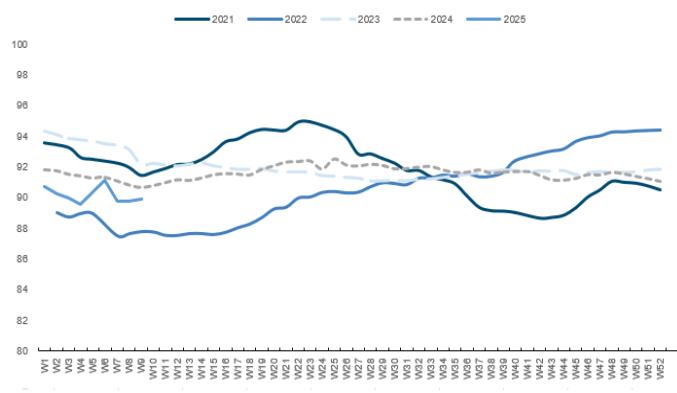


图表16：生猪出栏均重(Kg)



来源：涌益咨询，国金证券研究所

图表17：样本企业宰后均重 (Kg)



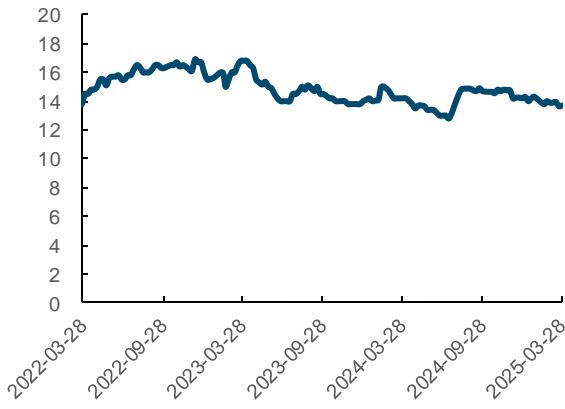
来源：I find, 国金证券研究所

2.2 禽类养殖：禽流感持续发酵，关注鸡苗引种情况

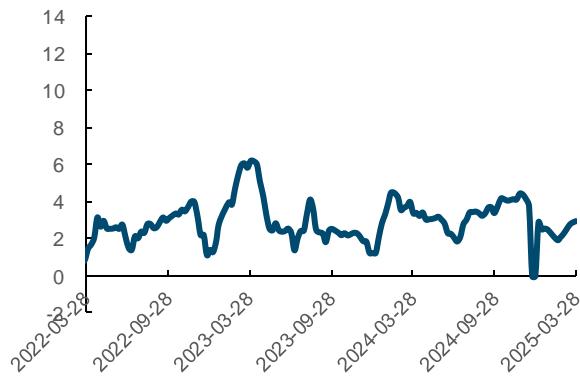
截至3月28日，本周主产区白羽鸡平均价为7.48元/千克，较上周环比+2.05%；白条鸡平均价为13.70元/公斤，较上周环比+0.37%。父母代种鸡及毛鸡养殖利润方面，截至3月28日，父母代种鸡养殖利润为+0.23元/羽，较上周环比+0.07元/羽；毛鸡养殖利润为+0.65元/羽，周环比+0.52元/羽。

前期白羽鸡价格超跌驱动下游屠宰场积极屠宰，目前积压鸡源已经有所消化，随着消费端的逐步回暖以及养殖户的挺价行为，白羽鸡价格有所上涨，目前板块景气度底部企稳。近期由于海外禽流感的发酵，2025年1-2月国内祖代更新量仅为8.3万套，同比下降67.5%，且全部依赖国内自繁，若引种端持续终端，白羽鸡产能或出现较大下降。展望全年，下游端随着宏观政策的调整，预计居民需求端有望逐步回暖，餐饮消费回暖带动禽类产品消费提升和高端产品占比提高，而禽畜产品量价齐升逻辑有望增强。建议关注：圣农发展：具有差异化竞争优势的全产业链发展龙头；益生股份；民和股份；仙坛股份；禾丰股份；立华股份；湘佳股份等。

图表18：白羽肉鸡价格走势(元/千克)



图表19：肉鸡苗价格走势(元/羽)

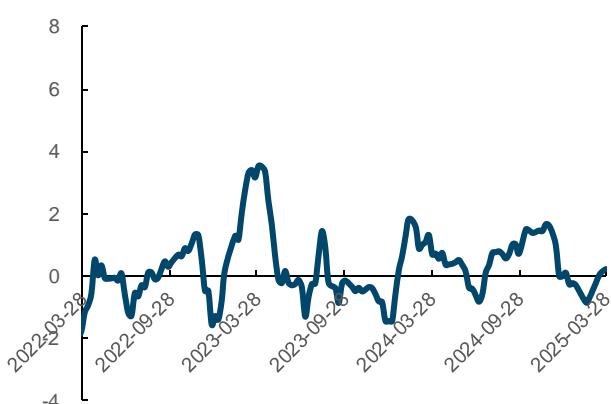


来源：Wind, 国金证券研究所

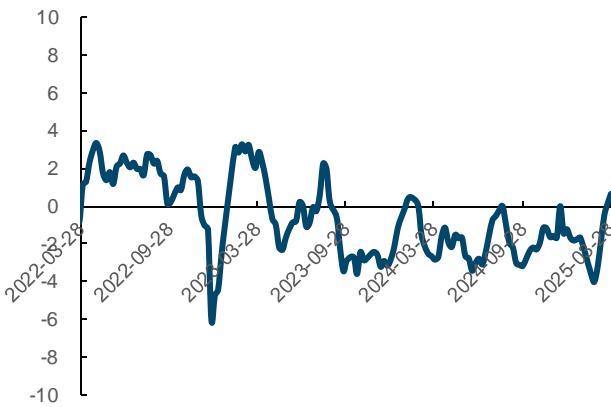
来源：Wind, 国金证券研究所



图表20：父母代种鸡养殖利润（元/羽）



图表21：毛鸡养殖利润变化（元/羽）



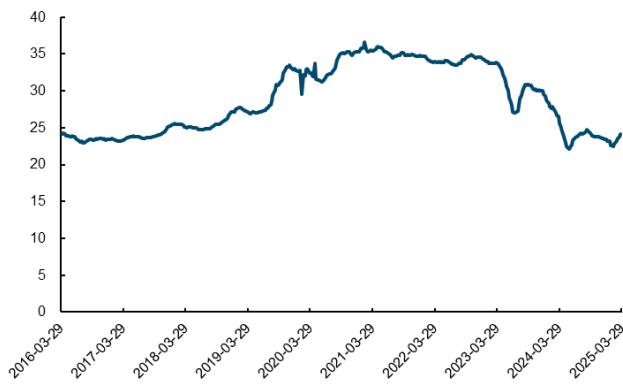
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

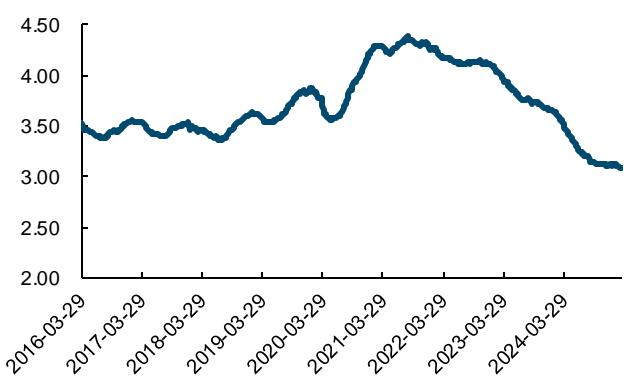
2.3 牧业：活牛价格上涨，奶价持续偏弱

奶牛产能加速去化，犊牛出现短缺，奶牧周期可期。2023年以来我国肉牛养殖与奶牛养殖行业均陷入亏损状态，肉牛由于规模化程度较低于2023年开始去产能，奶牛则在2024年开始去产能。供给端来看，国内行业产能的持续收缩有望逐步传导至终端，同时由于海外牛肉&原奶价格的上涨，预计进口端供给或持续收缩。需求端：我国人均牛肉与牛奶需求量长期提升，此外随着宏观经济的好转，终端消费有望回暖。我们预计随着供给端产能去化的逐步传导，预计原奶价格在25H2有望企稳回升；肉牛方面近期犊牛与活牛价格已经出现上涨，预计新一轮肉牛周期有望开启，板块景气度有望拐点向上。建议关注：优然牧业、现代牧业、光明肉业等。

图表22：山东活牛价格（元/公斤）



图表23：生鲜乳价格（元/公斤）



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

2.4 种植产业链：贸易摩擦频发，关注涨价品种

粮食价格方面，截至3月28日，国内玉米现货价为2201.43元/吨，较上周环比-0.39%；截至3月21日，CBOT玉米期货价格453.25美分/蒲式耳，较上周环比-2.37%。

国内大豆现货价为3873.63元/吨，较上周环比+0.44%；CBOT大豆期货价格为1023.00美分/蒲式耳，较上周环比-1.31%。

国内豆粕现货价3170.00元/吨，较上周环比-4.86%；豆油现货价格为8326.84元/吨，较上周环比-1.16%。

国内小麦现货价2424.33元/吨，较上周环比-0.29%；CBOT小麦期货价格为528.25美分/蒲式耳，较上周环比+5.37%。

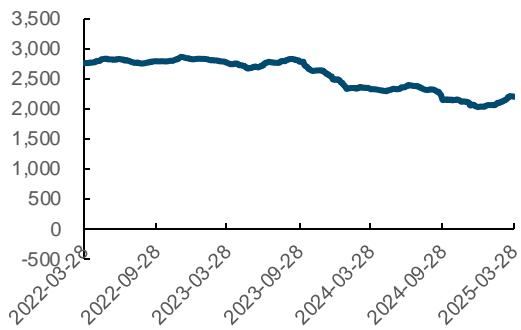
截至3月21日，国内早稻现货价为2776.00元/吨，较上周环比+0.07%；截至3月21日，CBOT稻谷期货价格为13.52美分/英担，较上周环比+0.71%。

近期在关税政策的影响下，大宗农产品价格出现较大波动，而在外部环境不确定性较强的



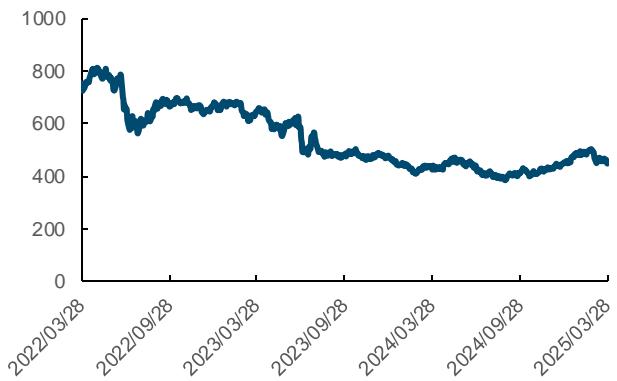
背景下，我国持续推行种业振兴、通过提高粮食单产提升产量。目前玉米价格有所回暖，种植板块景气度底部企稳，预计我国生物育种产业化推进有望进一步加快，建议关注隆平高科、登海种业、荃银高科等。

图表24：玉米现货价（元/吨）



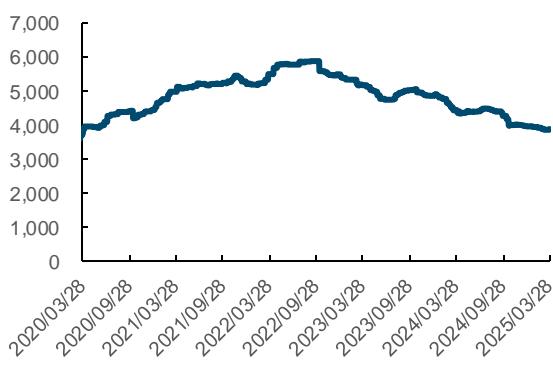
来源：I find, 国金证券研究所

图表25：CBOT玉米期货结算价（美分/蒲式耳）



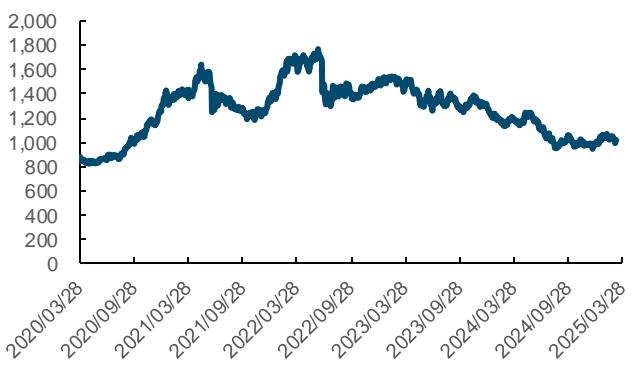
来源：Wind, 国金证券研究所

图表26：大豆现货价（元/吨）



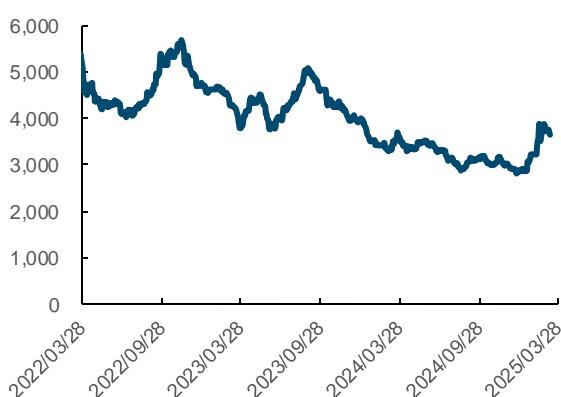
来源：I find, 国金证券研究所

图表27：CBOT 大豆期货结算价（美分/蒲式耳）



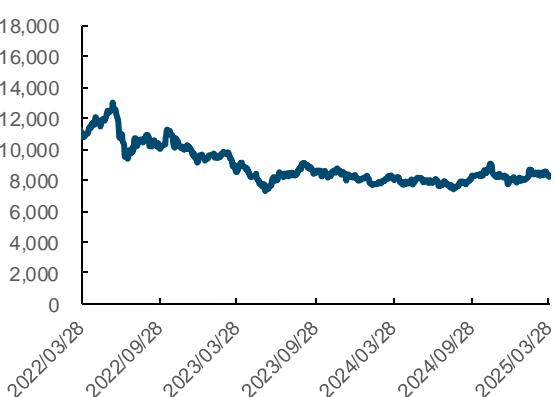
来源：Wind, 国金证券研究所

图表28：豆粕现货价（元/吨）



来源：I find, 国金证券研究所

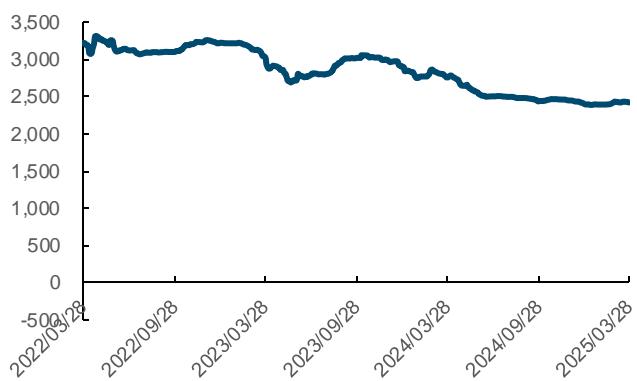
图表29：豆油现货价格（元/吨）



来源：Wind, 国金证券研究所

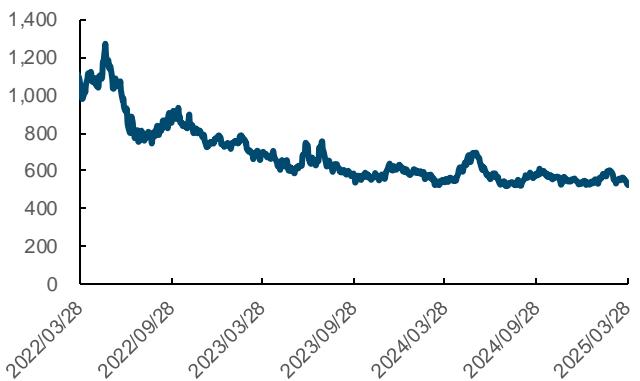


图表30：小麦现货价（元/吨）



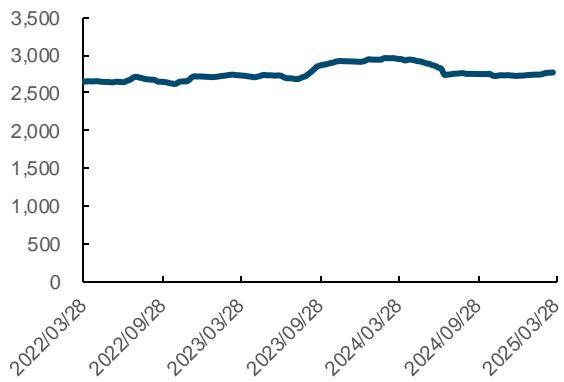
来源：I find, 国金证券研究所

图表31：CBOT 小麦期货结算价（美分/蒲式耳）



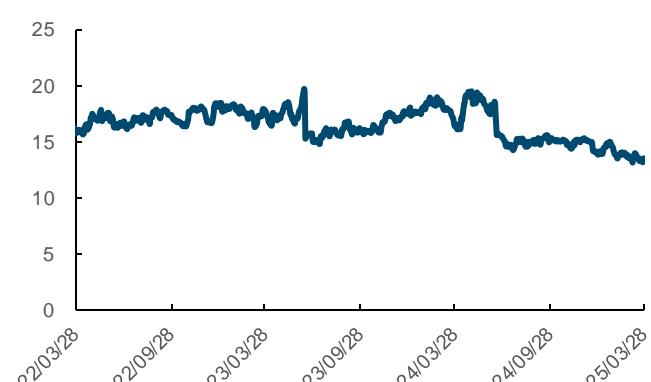
来源：Wind, 国金证券研究所

图表32：早稻现货价（元/吨）



来源：I find, 国金证券研究所

图表33：CBOT 稻谷期货收盘价（美分/英担）



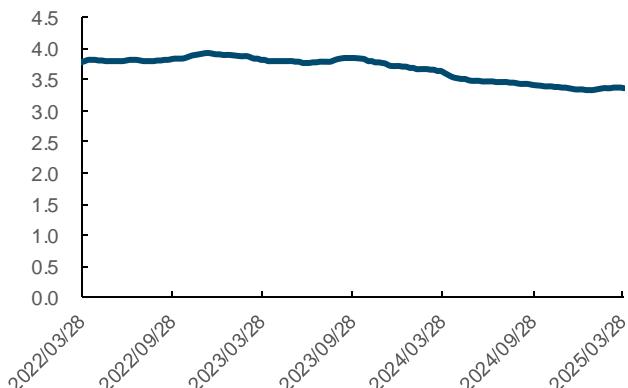
来源：Wind, 国金证券研究所

2.5 饲料&水产品：饲料价格企稳，水产价格保持平稳

截至 2025 年 3 月 28 日，育肥猪配合料价格为 3.36 元/千克，较上周环比-0.30%；肉禽料价格为 3.76 元/千克，较上周环比不变。

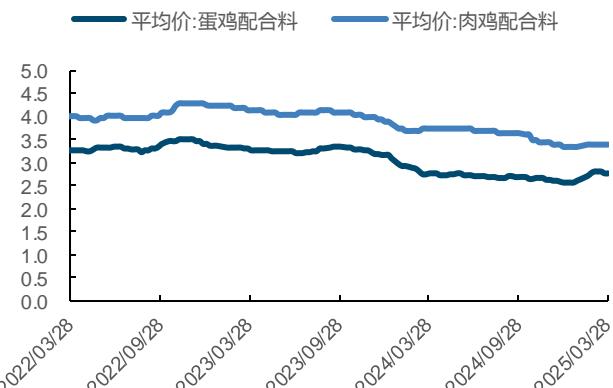
水产价格方面，截至 3 月 28 日，草鱼/鲫鱼/鲤鱼/鲈鱼分别为 19/25/18/48 元/千克，较上周环比 0/0/0/0 元/公斤。扇贝价格为 12 元/千克，较上周环比+4 元/千克。海蛎价格为 12 元/千克，较上周环比不变。对虾价格 300 元/千克，较上周环比不变。鲍鱼价格 120 元/千克，较上周环比不变。海参价格 90 元/千克，较上周环比-20 元/千克。

图表34：育肥猪配合料价格（元/千克）



来源：Wind, 国金证券研究所

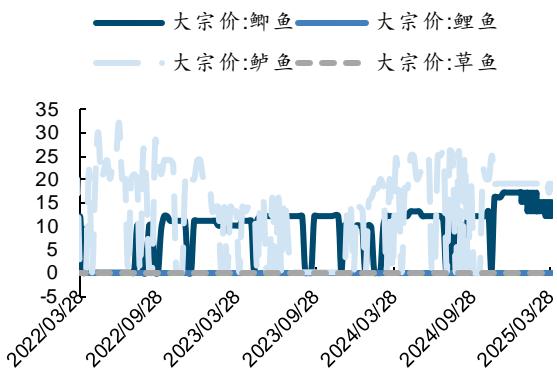
图表35：鸡饲料价格（元/千克）



来源：Wind, 国金证券研究所

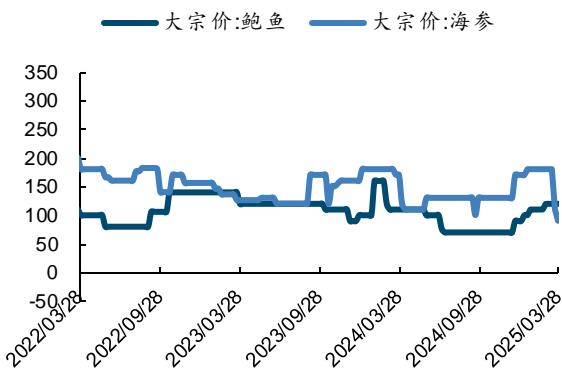


图表36：鱼类产品价格（元/公斤）



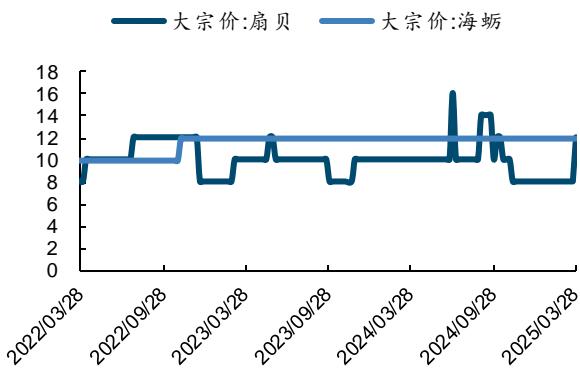
来源: Wind, 国金证券研究所

图表37：鲍鱼和海参价格（元/公斤）



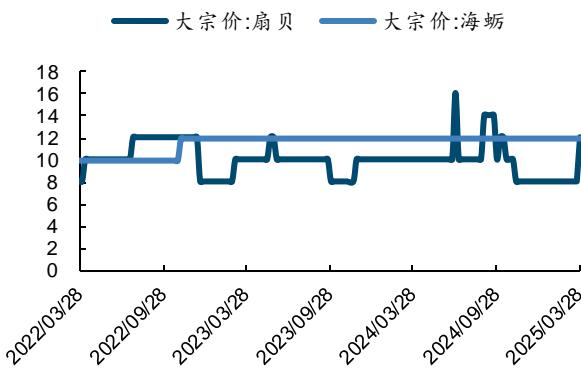
来源: Wind, 国金证券研究所

图表38：海蛎和扇贝价格（元/公斤）



来源: Wind, 国金证券研究所

图表39：对虾产品价格（元/公斤）



来源: Wind, 国金证券研究所

三、重点新闻速览

3.1 公司公告

【金龙鱼】

2024年，公司实现营业收入2,388.66亿元，同比下降5.03%；利润总额36.56亿元，同比增长7.05%；归属于上市公司股东的净利润25.02亿元，同比下降12.14%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润9.72亿元，同比下降26.42%。

【牧原股份】

2024年，牧原食品在绿色采购、低蛋白日粮、废气利用、农田固碳、光伏发电和化肥减量等业务亮点上分别减排13.35万、16.13万、105.93万、14.84万、209.34万、10.84万和12.86万吨CO₂e。此外，公司在种植、饲料、养殖和屠宰等各业务环节的碳减排价值分别为170.96、16.13和338.61万元每吨CO₂e。

3.2 行业要闻

根据农业农村部数据，2025年2月我国能繁母猪存栏量为4066万头，环比上涨0.1%，同比上涨0.6%，处于正常保有量的104.3%。规模以上生猪定点屠宰企业的屠宰量为2177万头，环比减少43%，同比上涨3.5%。

风险提示

- 转基因玉米推广进程延后——转基因推进需要政策推动；
- 动物疫病爆发——动物疫病爆发将使养殖行业大额亏损；
- 产品价格波动——农产品价格大幅波动使得盈利受到影响。



行业投资评级的说明:

买入: 预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上;
增持: 预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%—15%;
中性: 预期未来3—6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%;
减持: 预期未来3—6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究