

大北农(002385.SZ)

2025年04月30日

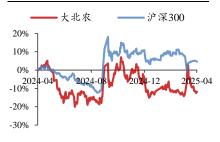
生猪业务贡献利润, 转基因性状储备充分

——公司信息更新报告

投资评级: 买入(维持)

日期	2025/4/30
当前股价(元)	4.08
一年最高最低(元)	5.26/3.70
总市值(亿元)	175.44
流通市值(亿元)	143.78
总股本(亿股)	43.00
流通股本(亿股)	35.24
近3个月换手率(%)	194.69

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《饲料主业净利润同比高增,种子收入贡献亮眼—公司信息更新报告》 -2024.5.4

陈雪丽(分析师) 朱本伦(联系人)

chenxueli@kysec.cn zhubenlun@kysec.cn

证书编号: S0790520030001 证书编号: S0790124060020

● 公司生猪业务贡献利润、转基因性状储备充分、维持"买入"评级

大北农发布 2024 年报及 2025 年一季报, 2024 年营收 287.67 亿元, 同比-13.85%, 归母净利润 3.46 亿元, 同比扭亏为盈, 2025Q1 营收 68.65 亿元, 同比+2.36%, 归母净利润 1.34 亿元, 同比扭亏为盈。考虑 2025 年猪价或同比回落, 我们下调 2025-2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润 7.67/8.04/8.36 亿元(2025-2026 年原值 12.61/16.86 亿元), EPS 为 0.18/0.19/0.19元, 当前股价对应 PE 为 22.9/21.8/21.0 倍, 随转基因种子放量, 公司业绩有望持续上行, 维持"买入"评级。

● 饲料业务: 毛利率稳步上行, 禽料销量高增

2024年饲料营收 190.54亿元,同比-20.68%,毛利率 12.49%,同比+0.05pct。2024年公司饲料销量 540.55万吨,同比-7.61%,其中猪料/水产料/反刍料/禽料销量 427.6/22.74/60.28/29.41万吨,同比-8.22%/-29.86%/-10.08%/+54.55%。公司持续优化渠道结构,2024年饲料产品经销渠道收入占比32%,直销渠道收入占比68%。

● 生猪业务:猪价上涨叠加成本下降,利润显著回暖

2024年公司生猪出栏 640.5万头,同比+5.89%,生猪业务营收 62.78亿元,同比+10.10%,参股和控股公司净利润合计 11.22亿元,归母净利润 4.11亿元,毛利率 19.80%,同比+27.71pct,生猪均价上升叠加养殖成本下降,利润显著回暖。2024年末生猪存栏 397.16万头,其中基础母猪和后备母猪/育肥猪/仔猪存栏35.81/303.7/57.32万头。

● 种子业务: 收入及销量小幅增长, 转基因性状储备充分

2024年种业营收 14.25 亿元,同比+1.40%,销量 5352.64 万公斤,同比+1.7%,其中玉米/水稻种子营收 8.21/4.44 亿元,同比-11.34%/+11.11%。截至 2024 年末,公司共有 4 个玉米性状产品获批 15 张生物安全证书(生产应用),4 个大豆性状产品获批 5 张生物安全证书(生产应用),2 个大豆性状产品获得生物安全进口许可,3 个大豆性状产品获阿根廷种植许可,2 个大豆性状产品获巴西种植许可。2025年 4 月 8 日第三批转基因玉米初审通过 97 个品种,其中使用大北农性状产品的玉米品种有 59 个(占比 61%)。

风险提示:饲料原料价格下降幅度、生猪养殖行业亏损周期长度等。

财务摘要和估值指标

NA NA 114 77 11 112 122 141 141					
指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027 E
营业收入(百万元)	33,390	28,767	33,468	37,408	39,940
YOY(%)	3.1	-13.8	16.3	11.8	6.8
归母净利润(百万元)	-2,174	346	767	804	836
YOY(%)	-4355.8	115.9	121.7	4.8	4.0
毛利率(%)	9.6	15.1	13.8	14.7	14.3
净利率(%)	-6.5	1.2	2.3	2.1	2.1
ROE(%)	-25.6	6.7	11.6	10.4	10.2
EPS(摊薄/元)	-0.51	0.08	0.18	0.19	0.19
P/E(倍)	-8.1	50.7	22.9	21.8	21.0
P/B(倍)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6

数据来源:聚源、开源证券研究所



附: 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027 E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10856	10507	12838	13233	14817	营业收入	33390	28767	33468	37408	39940
现金	4641	3824	4448	4972	5309	营业成本	30174	24411	28863	31893	34235
应收票据及应收账款	1187	1000	1263	1344	1449	营业税金及附加	92	90	95	109	116
其他应收款	313	221	401	295	448	营业费用	1314	1165	1339	1571	1677
预付账款	425	276	540	373	601	管理费用	1630	1492	1489	1945	2077
存货	4006	4569	5570	5633	6393	研发费用	747	675	669	748	799
其他流动资产	284	617	617	617	617	财务费用	476	611	481	530	494
非流动资产	18928	18629	19571	19980	20054	资产减值损失	-1016	-203	-481	-547	-530
长期投资	2754	2851	2950	2897	3054	其他收益	208	208	204	206	205
固定资产	11156	10844	11677	12150	12079	公允价值变动收益	-40	85	27	35	41
无形资产	2237	2290	2240	2225	2220	投资净收益	-277	411	47	-109	98
其他非流动资产	2781	2644	2704	2709	2702	资产处置收益	7	27	19	20	21
资产总计	29784	29136	32410	33213	34871	营业利润	-2485	791	1496	1501	1628
流动负债	15579	14650	16803	16602	17214	营业外收入	78	34	53	51	49
短期借款	8278	7300	9961	9815	9625	营业外支出	168	55	103	98	92
应付票据及应付账款	2275	2725	2982	3361	3510	利润总额	-2575	770	1447	1454	1584
其他流动负债	5026	4625	3860	3426	4079	所得税	-1	55	55	62	72
非流动负债	4166	3837	3566	3213	2765	净利润	-2573	715	1392	1392	1512
长期借款	2501	1942	1671	1318	870	少数股东损益	-399	370	625	589	676
其他非流动负债	1665	1895	1895	1895	1895	归属母公司净利润	-2174	346	767	804	836
负债合计	19745	18487	20369	19815	19980	EBITDA	-1093	2284	2908	3079	3222
少数股东权益	1955	2107	2733	3321	3998	EPS(元)	-0.51	0.08	0.18	0.19	0.19
股本	4136	4300	4300	4300	4300						
资本公积	1229	1328	1328	1328	1328	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	3037	3134	3585	4507	5424	成长能力					
归属母公司股东权益											
归属母公可股示权益	8084	8541	9308	10076	10894	营业收入(%)	3.1	-13.8	16.3	11.8	6.8
负债和股东权益	8084 29784	8541 29136	9308 32410	10076 33213	10894 34871	营业收入(%) 营业利润(%)	3.1 -768.3	-13.8 131.8	16.3 89.3	11.8 0.3	6.8 8.4
						营业利润(%)	-768.3	131.8	89.3	0.3	8.4
						营业利润(%) 归属于母公司净利润(%)	-768.3	131.8	89.3	0.3	8.4
						营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力	-768.3 -4355.8	131.8 115.9	89.3 121.7	0.3 4.8	8.4 4.0
负债和股东权益						营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%)	-768.3 -4355.8 9.6	131.8 115.9	89.3 121.7 13.8	0.3 4.8 14.7	8.4 4.0 14.3
负债和股东权益 现金流量表(百万元)	29784	29136	32410	33213	34871	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%)	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5	131.8 115.9 15.1 1.2	89.3 121.7 13.8 2.3	0.3 4.8 14.7 2.1	8.4 4.0 14.3 2.1
负债和股东权益 现金流量表(百万元) 经营活动现金流	29784 2023A	29136 2024A	32410 2025E	33213 2026E	34871 2027E	营业利润(%) 归属于母公司净利润%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%)	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2
负债和股东权益 观金流量表(百万元) 经营活动现金流 净利润	29784 2023A 245	29136 2024A 2483	32410 2025E 2023	33213 2026E 3130	34871 2027E 2544	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%)	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2
现金流量表(百万元) 经营活动现金流 净利润 折旧摊销	29784 2023A 245 -2573	29136 2024A 2483 715	32410 2025E 2023 1392	33213 2026E 3130 1392	2027E 2544 1512	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%) ROIC(%)	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6 -9.3	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7 5.4	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6 8.1	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4 8.2	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2 8.5
现金流量表(百万元) 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用	29784 2023A 245 -2573 954	29136 2024A 2483 715 1058	32410 2025E 2023 1392 980	2026E 3130 1392 1095	2027E 2544 1512 1144	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%)	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6 -9.3	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7 5.4	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6 8.1	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4 8.2 59.7	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2 8.5
現金流量表(百万元) 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 投资损失	2023A 245 -2573 954 476	29136 2024A 2483 715 1058 611	32410 2025E 2023 1392 980 481	33213 2026E 3130 1392 1095 530	2027E 2544 1512 1144 494	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债比率(%)	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6 -9.3 66.3 91.8	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7 5.4 63.5 82.1	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6 8.1 62.8 75.0	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4 8.2 59.7 59.9	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2 8.5 57.3 47.3
現金流量表(百万元) 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 投资损金变动	29784 2023A 245 -2573 954 476 277	29136 2024A 2483 715 1058 611 -411	2025E 2023 1392 980 481 -47	2026E 3130 1392 1095 530 109	2027E 2544 1512 1144 494 -98	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6 -9.3 66.3 91.8 0.7	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7 5.4 63.5 82.1 0.7	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6 8.1 62.8 75.0 0.8	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4 8.2 59.7 59.9 0.8	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2 8.5 57.3 47.3 0.9
负债和股东权益 现金流量表(百万元) 经营活动现金流 净利阳摊销 财务费用 投资损金变动 其他经营现金流	2023A 245 -2573 954 476 277 -309	29136 2024A 2483 715 1058 611 -411 223	2025E 2023 1392 980 481 -47 -550	2026E 3130 1392 1095 530 109 249	2027E 2544 1512 1144 494 -98 -256	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速动比率	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6 -9.3 66.3 91.8 0.7	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7 5.4 63.5 82.1 0.7	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6 8.1 62.8 75.0 0.8	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4 8.2 59.7 59.9 0.8	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2 8.5 57.3 47.3 0.9
現金流量表(百万元) 经营活动现金流 净利旧排销 财务费损全变现投资经营现设金。 投资经营现现金。 投资资金营现现金。 投资活动现金。	2023A 245 -2573 954 476 277 -309 1421	2024A 2483 715 1058 611 -411 223 288	32410 2025E 2023 1392 980 481 -47 -550 -232	2026E 3130 1392 1095 530 109 249 -246	2027E 2544 1512 1144 494 -98 -256 -252	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速动比率	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6 -9.3 66.3 91.8 0.7 0.4	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7 5.4 63.5 82.1 0.7 0.4	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6 8.1 62.8 75.0 0.8 0.4	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4 8.2 59.7 59.9 0.8 0.4	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2 8.5 57.3 47.3 0.9 0.4
現金流量表(百万元) 观金流量表(百万元) 经营活动现金流 净利旧排销用,投资资金营动现货金产品,企业产品,企业产品,企业产品,企业产品,企业产品,企业产品,企业产品,企业	2023A 245 -2573 954 476 277 -309 1421 -2073	2024A 2483 715 1058 611 -411 223 288 -645	2025E 2023 1392 980 481 -47 -550 -232 -1829	33213 2026E 3130 1392 1095 530 109 249 -246 -1558	2027E 2544 1512 1144 494 -98 -256 -252 -1058	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债比率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6 -9.3 66.3 91.8 0.7 0.4	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7 5.4 63.5 82.1 0.7 0.4	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6 8.1 62.8 75.0 0.8 0.4	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4 8.2 59.7 59.9 0.8 0.4	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2 8.5 57.3 47.3 0.9 0.4
负债和股东权益 现金流量表(百万元) 经营活动现金流 净利旧婚费用 投资级营河现金流 均衡发资。 建设产业。 建设产业。 建设产业。 建设产业。 建设产业。 建设产业。 建设产业。 建设产业。 是证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证证	2023A 245 -2573 954 476 277 -309 1421 -2073 1047	29136 2024A 2483 715 1058 611 -411 223 288 -645 865	2025E 2023 1392 980 481 -47 -550 -232 -1829 1824	2026E 3130 1392 1095 530 109 249 -246 -1558 1556	2027E 2544 1512 1144 494 -98 -256 -252 -1058 1061	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债率(%) 净负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产期转率 应收账款周转率	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6 -9.3 66.3 91.8 0.7 0.4 1.1 30.9	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7 5.4 63.5 82.1 0.7 0.4	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6 8.1 62.8 75.0 0.8 0.4	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4 8.2 59.7 59.9 0.8 0.4	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2 8.5 57.3 47.3 0.9 0.4
负债和股东权益 现金流量表(百万元) 经营活动现金流 净利旧婚费 损金管河现维销 用 失变型现现金流 凌空营现现金流 凌空营现现金流 大支投资本 上设资 本处资 现金流 放资 拟投资现金流	2023A 245 -2573 954 476 277 -309 1421 -2073 1047 -944	29136 2024A 2483 715 1058 611 -411 223 288 -645 865 -1	2025E 2023 1392 980 481 -47 -550 -232 -1829 1824 -99	2026E 3130 1392 1095 530 109 249 -246 -1558 1556 53	2027E 2544 1512 1144 494 -98 -256 -252 -1058 1061 -157	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债比率(%) 流动比此 建运产股胀 应收账款周转率	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6 -9.3 66.3 91.8 0.7 0.4 1.1 30.9	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7 5.4 63.5 82.1 0.7 0.4	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6 8.1 62.8 75.0 0.8 0.4	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4 8.2 59.7 59.9 0.8 0.4	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2 8.5 57.3 47.3 0.9 0.4
現金流光权益 現金流光表(百万元) 经营活润維	2023A 245 -2573 954 476 277 -309 1421 -2073 1047 -944 -82	29136 2024A 2483 715 1058 611 -411 223 288 -645 865 -1 222	32410 2025E 2023 1392 980 481 -47 -550 -232 -1829 1824 -99 94	2026E 3130 1392 1095 530 109 249 -246 -1558 1556 53 -54	2027E 2544 1512 1144 494 -98 -256 -252 -1058 1061 -157 160	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%) ROIC(%) 偿债产负债比率(%) 资质比率 营资产版批率 总资收账款 周转率 应付账款 和周转率 每股指标(元)	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6 -9.3 66.3 91.8 0.7 0.4 1.1 30.9 11.1	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7 5.4 63.5 82.1 0.7 0.4 1.0 26.4 9.8	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6 8.1 62.8 75.0 0.8 0.4 1.1 29.7 10.3	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4 8.2 59.7 59.9 0.8 0.4 1.1 28.8 10.2	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2 8.5 57.3 47.3 0.9 0.4 1.2 28.7 10.2
· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	2023A 245 -2573 954 476 277 -309 1421 -2073 1047 -944 -82 769	29136 2024A 2483 715 1058 611 -411 223 288 -645 865 -1 222 -2639	2025E 2023 1392 980 481 -47 -550 -232 -1829 1824 -99 94 -2230	33213 2026E 3130 1392 1095 530 109 249 -246 -1558 1556 53 -54 -902	2027E 2544 1512 1144 494 -98 -256 -252 -1058 1061 -157 160 -959	营业利润(%) 归属于母公司净利润(%) 获利能力 毛利率(%) 净利率(%) ROE(%) ROIC(%) 偿债能力 资产负债比率(%) 净负助比率 营运收账款 应收账款 制局转率 应好账款 每股收益(最新摊薄)	-768.3 -4355.8 9.6 -6.5 -25.6 -9.3 66.3 91.8 0.7 0.4 1.1 30.9 11.1	131.8 115.9 15.1 1.2 6.7 5.4 63.5 82.1 0.7 0.4 1.0 26.4 9.8	89.3 121.7 13.8 2.3 11.6 8.1 62.8 75.0 0.8 0.4 1.1 29.7 10.3	0.3 4.8 14.7 2.1 10.4 8.2 59.7 59.9 0.8 0.4 1.1 28.8 10.2	8.4 4.0 14.3 2.1 10.2 8.5 57.3 47.3 0.9 0.4 1.2 28.7 10.2

P/E

P/B EV/EBITDA

0

-322

526

-8.1

2.2

-26.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

资本公积增加

现金净增加额

其他筹资现金流

-54

-628

-1059

99

-1364

-801

0

-4620

-2036

0

-404

670

21.0

1.6

8.8

21.8

1.7

9.3

22.9

1.9

10.0

50.7

2.1

12.3



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

,, -,,, , , , , , ,	1					
	评级	说明				
	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;				
证券评级	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。				
	看好(overweight)	预计行业超越整体市场表现;				
行业评级	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、服务标记及标记场为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

地址:上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 地址:深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号

楼3层 楼45层

邮编: 200120 邮编: 518000

邮箱: research@kysec.cn 邮箱: research@kysec.cn

地址:北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层 地址:西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编: 100044 邮编: 710065

邮箱: research@kysec.cn 邮箱: research@kysec.cn