



公司研究 | 深度报告 | 巨星农牧 (603477.SH)

巨星农牧深度报告：良种提效筑成本基石，双轨并行拓养殖版图

报告要点

复盘巨星农牧合并重组以来的发展历程，我们发现规模扩张和降本增效是贯穿其中的两条主线，也是股价催化的主要因素。其成本优势得益于“种+料+管理+生物安全+环保”五星养殖体系，而高水平繁育体系是构建效率壁垒的关键，通过与 PIC 深度合作引入高质量种群以及自主选育打造种猪端优势，PSY 等生产成绩显著领先。同时，紧密型“公司+农户”轻资产模式助力实现快速扩张，自繁自养产能也将迎来释放期，我们看好公司的中长期发展，重点推荐。

分析师及联系人



陈佳

SAC: S0490513080003

SFC: BQT624



顾焜乾

SAC: S0490519060003

巨星农牧 (603477.SH)

巨星农牧深度报告：良种提效筑成本基石，双轨并行拓养殖版图

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

复盘巨星农牧合并重组以来的发展历程，我们发现规模扩张和降本增效是贯穿其中的两条主线，也是股价催化的主要因素。其成本优势得益于“种+料+管理+生物安全+环保”五星养殖体系，而高水平繁育体系是构建效率壁垒的关键，通过与 PIC 深度合作引入高质量种群以及自主选育打造种猪端优势，PSY 等生产成绩显著领先。同时，紧密型“公司+农户”轻资产模式助力实现快速扩张，自繁自养产能也将迎来释放期，我们看好公司的中长期发展，重点推荐。

复盘：扩规模与降成本共振下崛起的养殖新星

复盘巨星农牧合并重组后的发展历程，规模扩张和降本增效是贯穿其中的两条主线。出栏方面，公司 2020 年仅出栏生猪 31.5 万头，2024 年出栏增长至 276 万头，四年 CAGR 高达 72%；成本方面，公司的完全成本始终保持在行业第一梯队，2021 年末为 17 元/公斤，仅次于牧原股份和神农集团，此后成本持续下降，2025Q1 已降至 13.4 元/公斤。拆分来看，公司在不同时段的经营重点不同，对应的股价表现也有所差异：1) 2020-2021 年，公司合并巨星有限后聚焦生猪养殖业务，并开始积极推进产能建设，多个种猪场和繁育一体化猪场建设项目密集动工，公司股价在这一蓄力时期基本跟随猪周期波动；2) 2022-2023 年，前期建设的场舍集中转固投产，使得生猪出栏量兑现高增速预期，叠加饲料原料价格承压下成本管控得当，公司股价在左侧产能去化、猪价加速上涨、猪价下行磨底阶段均表现强势；3) 2024 年至今，公司出栏节奏有所调整，结构上增加了商品猪的出栏比重，2024 年商品猪出栏 268 万头，同比增加 51%，低成本和高成长使得公司股价始终具备高弹性，2025 年初去化逻辑加强时公司再次领涨板块。

五星养殖体系重构降本路径，高水平繁育体系赋能生产效率

2021 年以来巨星农牧的完全成本始终保持行业领先，其成本优势主要得益于公司搭建的“种+料+管理+生物安全+环保”五星养殖体系。其中高水平的繁育体系是降本增效的关键所在，公司在育种方面走出了一条“引-选-育-繁”的自主可控发展路径，与 PIC 深度合作并引进高质量、高健康种猪种群，在此基础上进行种群繁育和基因改良。依托种猪端的深度赋能，巨星农牧的各项生产成绩均明显领先于行业平均水平，截至 2025 年 5 月，公司 PSY 达到 28 头，育肥成活率达到 95%，料肉比降至 2.57，已构建起“种猪优势-效率提升-成本优化”的正向传导。

紧密型“公司+农户”模式和自繁自养模式并驱，持续释放成长弹性

公司采用紧密型“公司+农户”模式和一体化自主养殖两种模式，其中以轻资产扩张的“公司+农户”模式为主（2024 年占比 80%），两种模式的完全成本差距逐渐收窄，2024 年前三季度“公司+农户”和自繁自养模式的完全成本分别为 14.4、15.2 元/公斤。紧密型“公司+农户”模式能够高效整合双方的资源禀赋，并形成深度绑定的利益联结，2024 年公司合作农户达 717 户，2025 年计划合作农户总数突破 1000 户。自繁自养产能释放期即将到来，德昌项目预计将于 2025Q2 陆续出栏，满产后年出栏量可达 80 万头，公司整体产能利用率或也将大幅提升。

风险提示

- 1、突发动物疾病的影响导致企业出栏规模不达预期；
- 2、额外的政策及资金支持导致生猪养殖行业去产能不达预期；
- 3、猪肉需求短期显著下滑；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	21.07
总股本(万股)	51,007
流通A股/B股(万股)	51,007/0
每股净资产(元)	6.22
近12月最高/最低价(元)	25.00/15.48

注：股价为 2025 年 8 月 6 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

复盘：扩规模与降成本共振下崛起的养殖新星	6
2020-2021 年：重点转向生猪养殖，积极推进产能建设	8
2022-2023 年：场舍投产支撑出栏高增，成长兑现叠加成本优势	11
2024 年至今：出栏结构有所调整，能繁扩充助力 400 万头商品猪出栏目标	12
五星养殖体系重构降本路径，高水平繁育体系赋能生产效率	14
紧密型“公司+农户”模式和自繁自养模式并驱，持续释放成长弹性	19
投资结论	22
风险提示	23

图表目录

图 1：巨星农牧出栏量的快速增长和成本的持续降低共同造就了股价高弹性	6
图 2：巨星农牧逐渐成为板块内股价最具弹性的标的	7
图 3：2020 年资产重组后，生猪养殖业务的营收占比持续提升	8
图 4：2018-2021 年巨星农牧的生猪养殖业务体量快速增长	8
图 5：养殖业务的注入带动公司净利润大幅上涨	8
图 6：生猪养殖业务拉高公司整体毛利率水平	8
图 7：2021 年巨星农牧销售种猪和仔猪的毛利率高于肥猪	9
图 8：2021 年巨星农牧种猪和仔猪销售的营收占比共计 29.4%	9
图 9：2020-2021 年巨星农牧股价与猪价走势	9
图 10：2020 年公司资本开支大幅攀升，2021 年达到近年来顶峰	10
图 11：2020-2021 年公司在建工程显著增加	10
图 12：2020-2021 年多数工程项目尚处于建设期，转固规模较小	10
图 13：2020-2021 年公司生产性生物资产尚未大幅增加	10
图 14：2022-2023 年公司股价在高成长预期下表现优异	11
图 15：2023 年公司大量场舍建成，固定资产规模同比增长近一倍	12
图 16：2022 年新建产能投产后生猪出栏量出现显著增长	12
图 17：2022-2023 年公司能繁母猪存栏量逐渐增长至 12 万头	12
图 18：2022-2023 年公司生猪养殖完全成本稳步下降	12
图 19：2024 年公司调整出栏结构，商品猪出栏占比升至 97%	13
图 20：2024 年公司商品猪出栏规模在高基数基础上仍保持高增速	13
图 21：2024Q2 起公司完全成本基本下降至 14 元/公斤以内	13
图 22：2024 年新场舍投产后生产性生物资产实现规模跃升	13
图 23：2024 年每季度的能繁母猪存栏量均呈现大幅增长趋势	13
图 24：2024 年资本开支基本同比持平，2025 年预计降至 5 亿元	13
图 25：2024 年出栏结构的调整导致公司股价回调，2025 年去化逻辑加强后再次领涨板块	14
图 26：2021Q3 以来巨星农牧完全成本一直处于行业第一梯队	14
图 27：上市猪企最新完全成本对比（元/公斤）	14
图 28：巨星农牧凭借五星养殖体系实现生产效率和成本的领先	15

图 29: 巨星农牧建立繁育体系的发展历程.....	15
图 30: PIC 五元杂交体系	16
图 31: 巨星农牧的研发投入持续增加	17
图 32: 巨星农牧的研发费用率逐渐赶超温氏股份和神农集团	17
图 33: 公司利用 BLUP（最佳线性无偏估计）遗传评估法进行遗传育种	17
图 34: 巨星农牧 PSY 水平（头）显著高于行业均值	18
图 35: 巨星农牧育肥成活率逐渐超越行业均值并扩大优势	18
图 36: 2024 年以来巨星农牧料肉比已降至 2.6 以下	18
图 37: 巨星农牧的料肉比水平在上市猪企中处于前列	18
图 38: 截至 2024 年前三季度，自繁自养模式仍贡献主要营收	19
图 39: “公司+农户”模式与自繁自养模式的完全成本差距逐渐收窄	19
图 40: 截至 2024 年前三季度，“公司+农户”模式毛利率高于自繁自养	19
图 41: 巨星农牧自繁自养模式成本与牧原股份成本差距收窄	20
图 42: 巨星农牧“公司+农户”模式成本优于温氏股份	20
图 43: 巨星农牧的紧密型“公司+农户”模式整合了双方各自的优势	20
图 44: 预计 2025 年巨星农牧合作的代养户达到 1000 户	20
图 45: 巨星农牧支付合作农户的代养费逐年增长	20
图 46: 德昌巨星生猪繁育一体化园区规划图	21
图 47: 德昌巨星生猪繁育一体化项目实景图	21
图 48: 2024 年巨星农牧产能爬升增速趋缓	21
图 49: 巨星农牧产能利用率相比其他上市猪企较高（2024 年）	21
图 50: 巨星农牧的 PB 处于历史低位	22
表 1: 巨星农牧的出栏增速和成本水平均处于行业第一梯队	7
表 2: 2020 年度巨星农牧定增募集资金用于种猪场和种猪育肥一体化养殖场建设	10
表 3: PIC 种猪的生产性能领先于行业平均水平（2024 年）	16
表 4: 巨星农牧 2025、2026 年的头均市值（元/头）处于历史最低分位数（截至 2025 年 8 月 4 日）	22
表 5: 公司收入及利润敏感性分析	23

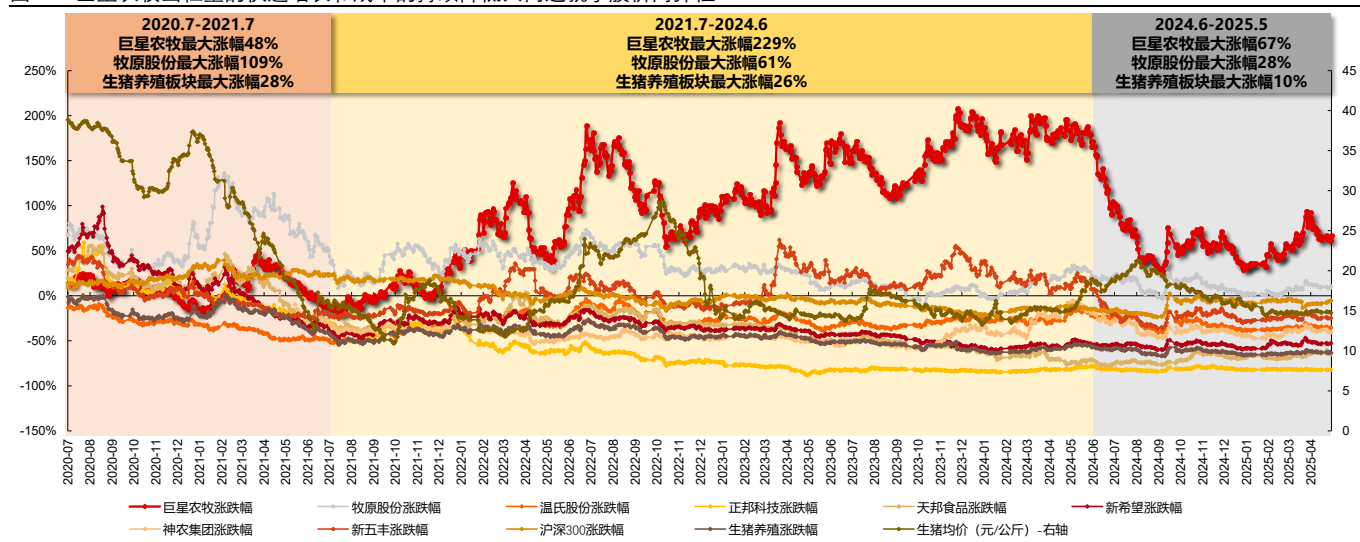
巨星农牧深度报告：良种提效筑成本基石，双轨并行拓养殖版图

复盘巨星农牧合并重组以来的发展历程，我们发现规模扩张和降本增效是贯穿其中的两条主线，也是股价催化的主要因素。其成本优势得益于“种+料+管理+生物安全+环保”五星养殖体系，而高水平的繁育体系是构建效率壁垒的关键，通过与 PIC 深度合作引入高质量种群，以及自主选育扩繁，打造种猪端优势，PSY 等生产成绩显著领先。同时，紧密型“公司+农户”轻资产模式助力实现快速扩张，随着德昌项目在二季度开始出栏（满产 80 万头），自繁自养产能也将迎来释放期，我们看好公司的中长期发展，重点推荐。

复盘：扩规模与降成本共振下崛起的养殖新星

规模扩张和降本增效是贯穿巨星农牧发展的两条主线，驱动公司股价高弹性走强。自 2020 年 7 月振静股份完成收购巨星有限之后，公司快速完成业务整合并持续在主业生猪养殖发力。首先是出栏规模的大幅提升，2020 年公司年出栏生猪仅 31.5 万头，而次年就增加到 87 万头，同比增长 177%，2024 年已实现年出栏 276 万头，四年 CAGR 达到 72%，增幅超过 2020 年时相近体量的神农集团、立华股份、东瑞股份和金新农。其次在成本端，巨星农牧的完全成本始终保持在行业第一梯队，2021 年末为 17 元/公斤，仅次于牧原股份和神农集团，此后成本加速下降，2024 年末已降至 13.6 元/公斤，与牧原股份的差距进一步缩小。从股价表现来看，资本重组完成后的一年内，巨星农牧处于蛰伏期，但其增长潜力已初见端倪，股价最大涨幅为 48%，强于板块整体的 28%；2021 年 7 月至 2024 年 6 月，巨星农牧股价在猪价即将见底时率先启动并一路走高，最大涨幅达到 229%，远超牧原股份的 65%，主因公司出栏与成本目标实现较好兑现；2024 年 6 月至今，公司股价先随猪价见顶而回落，此后波动性仍强于同板块其他标的，最大涨幅仍有 67%，领先于牧原股份的 28%，再次显现出高成长、高弹性的特征。

图 1：巨星农牧出栏量的快速增长和成本的持续降低共同造就了股价高弹性



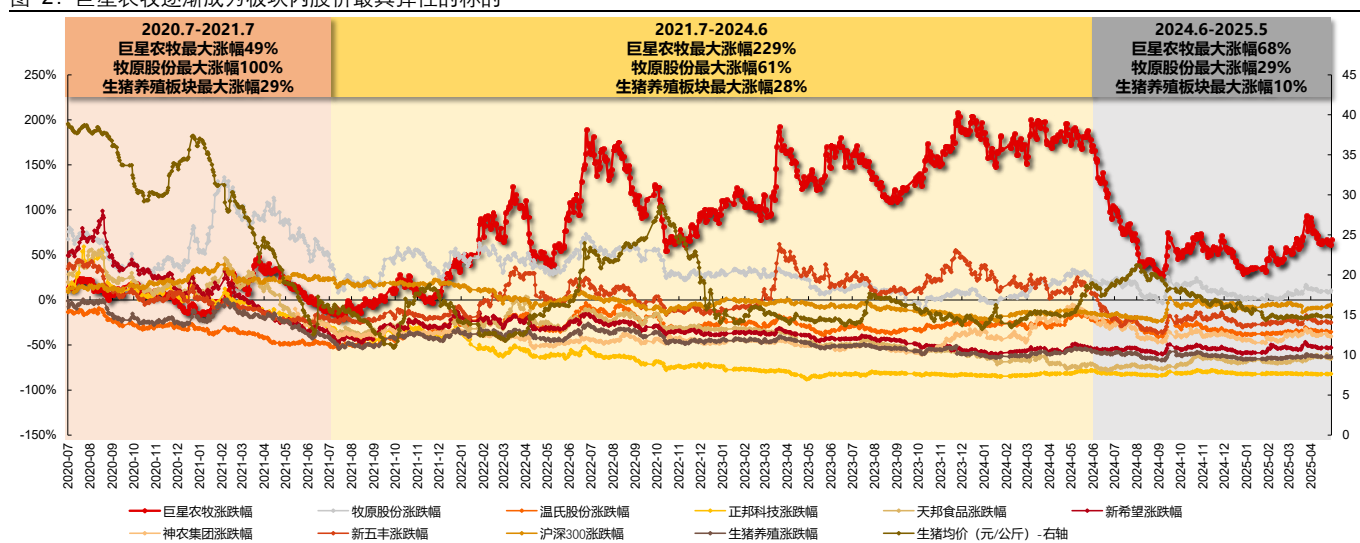
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 1：巨星农牧的出栏增速和成本水平平均处于行业第一梯队

	出栏量增速						全年完全成本（元/公斤）			
	2021	2022	2023	2024	2021-2024 CAGR	2025E	2021	2022	2023	2024
牧原股份	122%	52%	4%	12%	41%	26%	15.1	15.8	14.9	14.2
温氏股份	38%	35%	47%	15%	33%	13%	22.9	17.4	16.7	14.4
巨星农牧	176%	72%	79%	3%	72%	45%	17.0	16.7	16.0	14.5
神农集团	61%	41%	64%	49%	53%	47%	16.0	16.8	16.1	13.9
天康生物	19%	27%	39%	8%	22%	16%	20.0	17.2	17.5	14.8
立华股份	124%	37%	52%	51%	63%	54%	-	19.0	18.1	15.3
正邦科技	56%	-43%	-35%	-24%	-19%	69%	21.0	23.7	19.7	16.2
新希望	20%	46%	21%	-7%	19%	6%	21.2	19.4	17.6	16.2
天邦食品	39%	3%	57%	-13%	18%	8%	23.0	19.9	19.0	16.5
唐人神	51%	40%	69%	19%	43%	15%	21.3	18.6	17.8	16.4
新五丰	22%	358%	58%	47%	90%	18%	25.7	18.4	19.0	16.8
东瑞股份	23%	41%	20%	40%	31%	72%	18.0	18.0	20.1	16.9
金新农	33%	18%	-17%	15%	11%	8%	-	18.4	18.0	16.2
整体/平均	68%	31%	16%	9%	11%	22%	19.6	18.3	17.6	15.5

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2：巨星农牧逐渐成为板块内股价最具弹性的标的



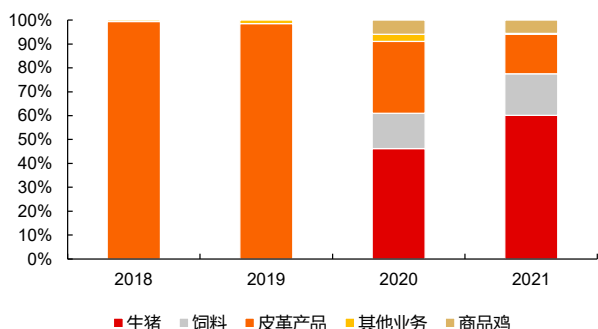
资料来源：Wind，长江证券研究所

2020-2021 年：重点转向生猪养殖，积极推进产能建设

2020-2021 年，公司合并后聚焦生猪养殖业务，凭借外售种猪、仔猪和自主育肥的适时切换在该轮周期取得较好盈利。公司前身主要从事皮革业务，2020 年 7 月完成对巨星有限的合并后，生猪养殖逐渐成为经营主业，2020、2021 年生猪养殖业务占总营收的比例分别为 46%、60%，生猪养殖营业收入也从 2018 年的 3.68 亿元增长至 2021 年的 17.92 亿元，CAGR 达到 69%。盈利端，公司具有较强的产能机动性，2020 年受益于高猪价，公司实现归母净利润 1.28 亿元，生猪养殖贡献了 88% 的毛利；2021 年公司结合自身种猪充足的优势，在种猪、仔猪需求旺盛的时期，销售毛利率较高的种猪、仔猪，而在猪价磨底时从仔猪外售转为育肥，最终在周期下行的情况下仍实现归母净利润 2.59 亿元，同比增长了 103%，成为上市企业中少有的盈利企业之一。

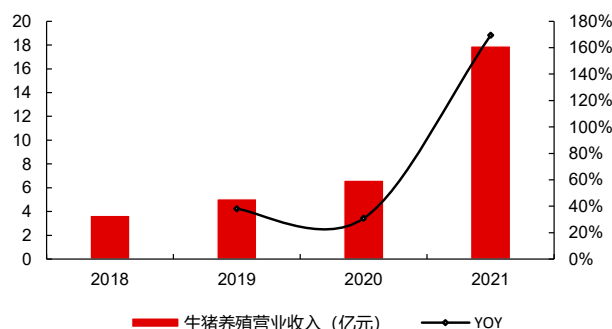
该阶段公司股价走势基本跟随猪周期波动，2020 年下半年猪价维持高位震荡，但冬季非瘟疫病导致能繁母猪存栏恢复速度放缓，市场对于 2021 年养殖行业盈利仍给予高预期，因此 2021 年初养殖板块普涨。然而猪价随即开始快速下跌，由年初高点 37.36 元/公斤下降至 6 月最低点 12.59 元/公斤，降幅达到 66%。2021 年 7 月，能繁母猪存栏环比由上月的持平转为-0.5%，产能去化逻辑得到验证，8-10 月的能繁存栏环比分别为-0.9%、-1.8%、-2.5%，产能进一步加速去化带动公司股价趋势上行。

图 3：2020 年资产重组后，生猪养殖业务的营收占比持续提升



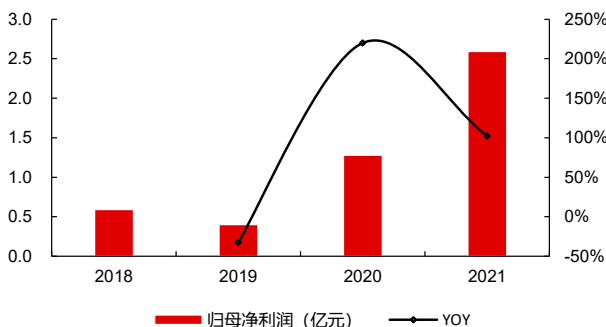
资料来源：Wind，长江证券研究所；注：以乐山巨星农牧股份有限公司（原四川振静股份有限公司）为主体计算整体营收

图 4：2018-2021 年巨星农牧的生猪养殖业务体量快速增长



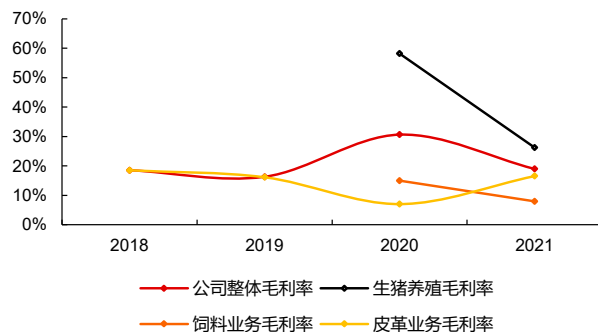
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所；注：2018、2019 年营收主体为巨星农牧有限公司，2020、2021 年营收主体为乐山巨星农牧股份有限公司

图 5：养殖业务的注入带动公司净利润大幅上涨



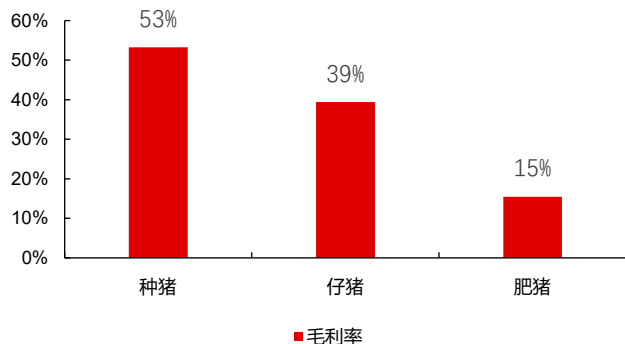
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：生猪养殖业务拉高公司整体毛利率水平



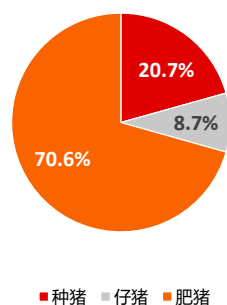
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：2021 年巨星农牧销售种猪和仔猪的毛利率高于肥猪



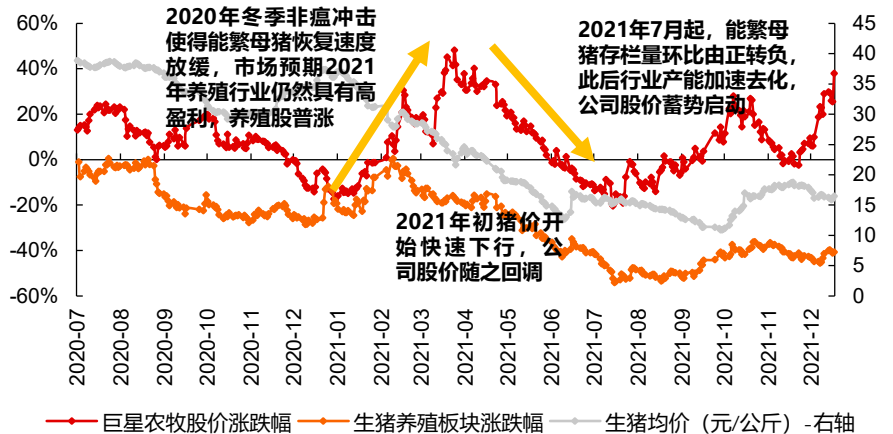
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：2021 年巨星农牧种猪和仔猪销售的营收占比共计 29.4%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

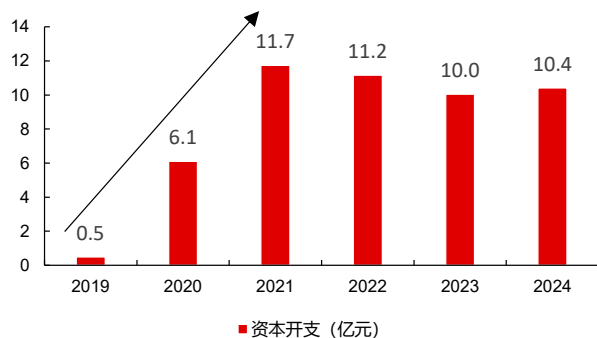
图 9：2020-2021 年巨星农牧股价与猪价走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

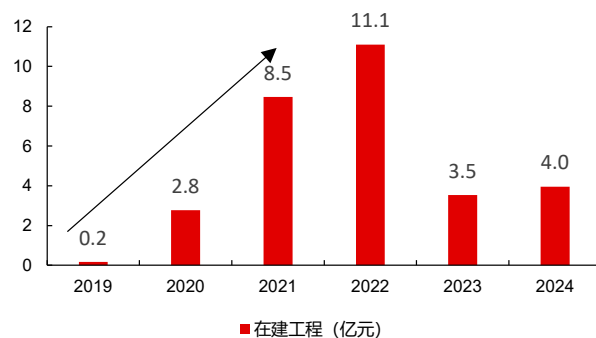
积极推进产能建设，多个种猪场和繁育一体化猪场建设项目密集动工，为后续的高出栏增长夯实基础。巨星农牧是行业优秀种猪的供给方，2017 年与 PIC 合作引进种猪并扩繁，截至 2019 年末公司有 8 个种猪场在建。在充足的种猪产能基础上，公司遵循“立足四川，走向全国”的发展策略，在四川省内自建、省外租赁场舍，持续扩大养殖布局。截至 2021Q4，公司的生产性生物资产达到 2.3 亿元，较 2020Q3 的 1.5 亿元增长 53%；在建工程的增量更为显著，2021Q4 的在建工程规模为 8.5 亿元，同比增长超过三倍，主要系 2021 年公司发行定增募资 28 亿元获批，投入于新建宜宾、古蔺等种猪场项目，以及平塘、德昌等种猪育肥一体化项目，完成后共将新增种猪 8.638 万头、年出栏生猪 224.63 万头，其中德昌巨星繁育一体化项目预计新增母猪产能 3.6 万头、年出栏生猪 97.2 万头。

图 10: 2020 年公司资本开支大幅攀升, 2021 年达到近年来顶峰



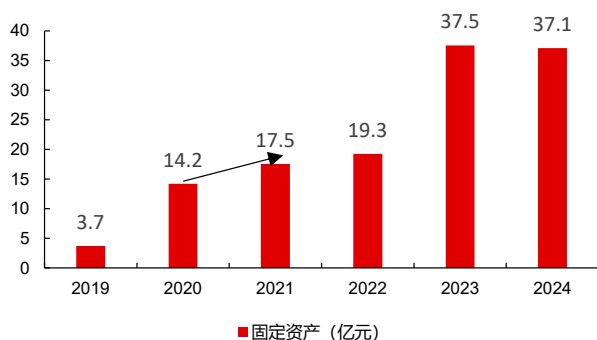
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 11: 2020-2021 年公司在建工程显著增加



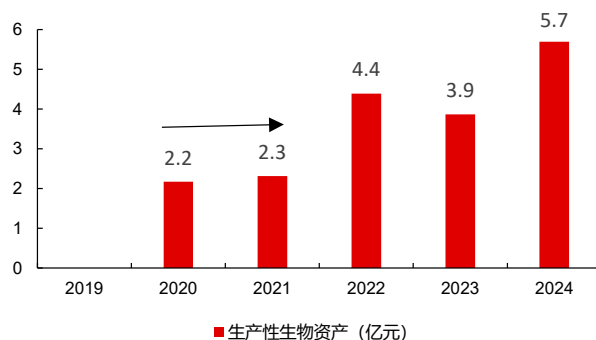
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 2020-2021 年多数工程项目尚处于建设期, 转固规模较小



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 2020-2021 年公司生产性生物资产尚未大幅增加



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 2: 2020 年度巨星农牧定增募集资金用于种猪场和种猪育肥一体化养殖场建设

项目名称	建设内容及规模	拟投资总额 (亿元)	拟使用募资 (亿元)
宜宾巨星屏边种猪场项目	新建母猪饲养规模 2.4 万头的楼房种猪场, 年出栏生猪 60 万头	5.0	4.4
古蔺巨星石宝种猪场项目	新建母猪饲养规模 1 万头的楼房种猪场, 年出栏生猪 25 万头	2.1	1.8
古蔺巨星皇华种猪场项目	新建母猪饲养规模 0.9 万头的种猪场, 年出栏生猪 22.5 万头	1.4	1.2
平塘巨星更打生猪繁育一体化项目	新建母猪饲养规模 0.338 万头的种猪育肥一体化生猪养殖场, 年出栏生猪 9.13 万头	1.8	1.5
雅安巨星三江生猪繁育一体化项目	新建母猪饲养规模 0.4 万头的种猪育肥一体化生猪养殖, 年出栏生猪 10.8 万头	2.1	1.8
德昌巨星生猪繁育一体化项目	新建母猪饲养规模 3.6 万头的种猪育肥一体化生猪养殖, 年出栏生猪 97.2 万头	19.2	17.3
合计	新增种猪 8.638 万头, 新增年出栏生猪 224.63 万头	31.7	28.0

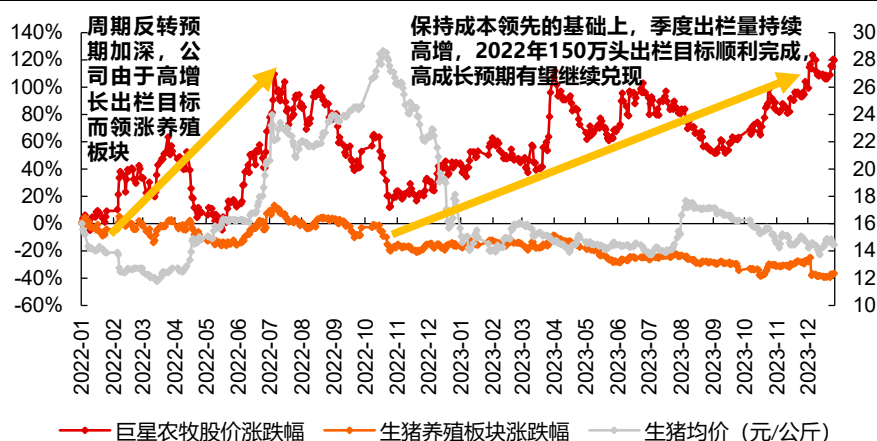
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

2022-2023 年：场舍投产支撑出栏高增，成长兑现叠加成本优势

2022-2023 年，在这一阶段，无论是处于左侧产能去化、猪价加速上涨还是猪价下行磨底阶段，公司股价均表现强势，主要系生猪出栏量兑现高增速预期以及饲料原料价格承压下成本管控得当。2022 年初公司股价继续在周期反转预期下实现较好涨幅，猪价从 2022 年 3 月底实现反转，行业能繁母猪存栏量也在 4 月回落至 4038 万头，较 2021 年 6 月的高点 4564 万头下降 8.5%。公司股价在猪价上行期间创新高，虽然早于猪价见顶回落，但新建产能陆续投产，季度出栏稳健增长，同时公司坚定保持成本领先为第一发展目标，饲料原料价格上涨背景下完全成本仍由 2022Q1 的 16.9 元/公斤降至 2022Q4 的 16.5 元/公斤，股价因而走出一波独立上涨行情。2022 年公司出栏生猪 153 万头，同比增长 76%，顺利实现 150 万头目标，2022 年末能繁母猪存栏 10.5 万头、后备母猪存栏 6.5 万头，母猪合计存栏 17.0 万头，对后续生猪出栏增长形成支撑，并且在 2022 年 4 月发行可转换债募集资金 10 亿元，助力德昌一体化项目加速落地。截至 2022 年底，公司固定资产/在建工程/生物性资产分别为 19.3 亿元/11.1 亿元/4.4 亿元，分别同比增长 10%/31%/90%。

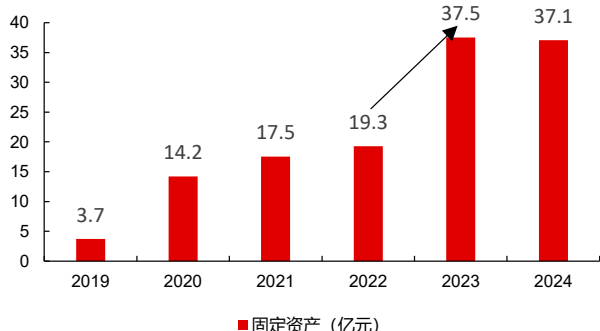
进入 2023 年，市场对于公司成长兑现仍保持高预期，场舍建设集中完工推动产能迅速提升，出栏高增速也再次得到印证，一、二季度分别同比+44%、122%，因此尽管上半年猪价低迷导致生猪养殖行业整体处于亏损状态，公司股价依旧延续强势表现，年中股价高点较年初涨幅达近 60pct。下半年短暂回调后又随着猪价反转预期领涨板块。2023 年 12 月，公司公告定增预案，拟募资不超过 17.5 亿元，其中 11.7 亿元将用于 9 个生猪养殖产能项目建设。

图 14：2022-2023 年公司股价在高成长预期下表现优异



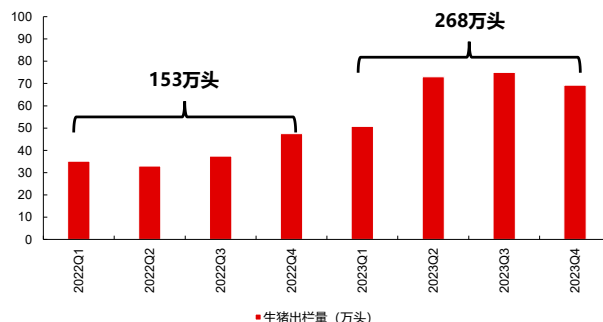
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：2023 年公司大量场舍建成，固定资产规模同比增长近一倍



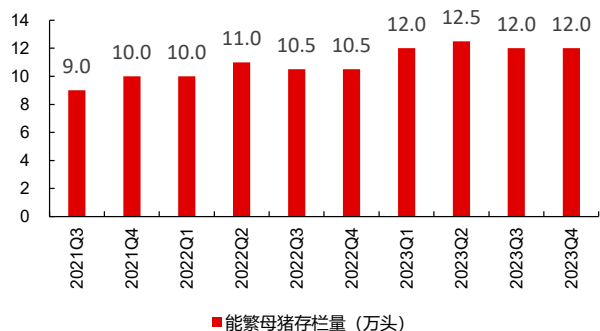
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：2022 年新建产能投产后生猪出栏量出现显著增长



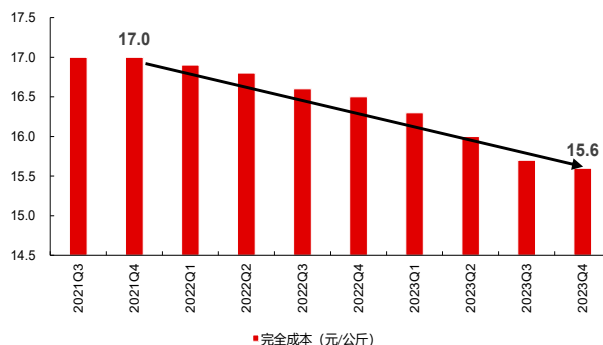
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：2022-2023 年公司能繁母猪存栏量逐渐增长至 12 万头



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 18：2022-2023 年公司生猪养殖完全成本稳步下降

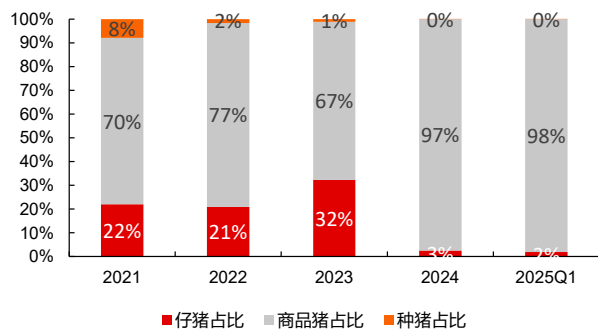


资料来源：公司公告，长江证券研究所

2024 年至今：出栏结构有所调整，能繁扩充助力 400 万头商品猪出栏目标

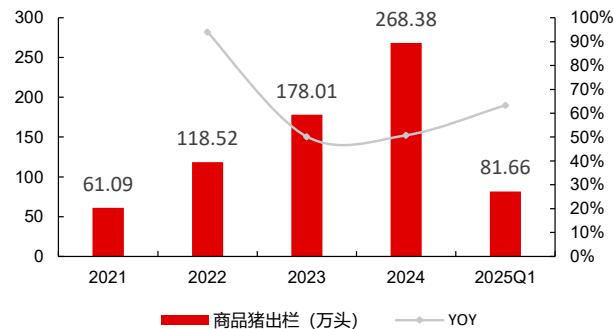
2024 年至今，巨星农牧的出栏节奏有所调整，结构上增加了商品猪的出栏比重，2025 年确立了出栏 400 万头以上商品猪的目标，成本方面则持续降低并保持行业领先水平。2024 年上半年公司生猪出栏 109.45 万头，同比减少 12%，主要受 2023 年出售较多仔猪影响，7 月起公司股价深度回调；全年出栏生猪 275.52 万头，同比微增 3%，其中商品猪出栏 268.38 万头，同比增长 51%，主因公司调整产品结构，聚焦育肥产能提升，因此商品猪出栏占比由 2021-2023 年平均 71%提升至 2024 年的 97%。公司继续通过养殖成绩的改善推动完全成本持续降低，2024Q2 公司养殖 PSY 达 29 头以上、料肉比降至 2.6 以内，三季度因前期外购仔猪导致成本微增，但猪价景气背景下养殖业务量价齐升，单三季度实现归母净利润 3.04 亿元，同比增长 5980%，出色的盈利表现推动股价走高。2025 年猪周期逐渐进入左侧布局阶段，2025 年 1 月能繁存栏环比下降 0.4%，产能去化逻辑得到加强，成本优势和高成长性使得公司股价再次领涨生猪养殖板块。2024 上半年德昌项目已经交付并引种，预计于 2025Q2 陆续出栏，后续年出栏量有望扩大至 80 万头以上。在建项目方面，2025 年公司计划资本性支出约 5 亿元，主要还是依靠轻资产模式进行扩张。

图 19：2024 年公司调整出栏结构，商品猪出栏占比升至 97%



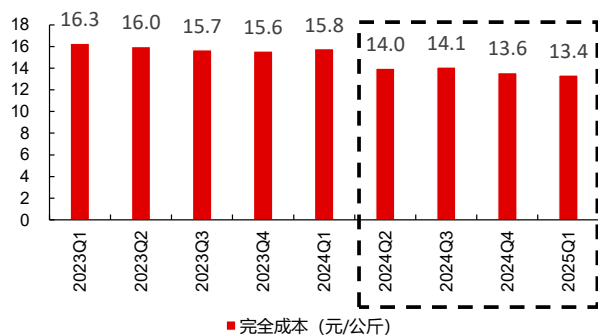
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 20：2024 年公司商品猪出栏规模在高基数基础上仍保持高增速



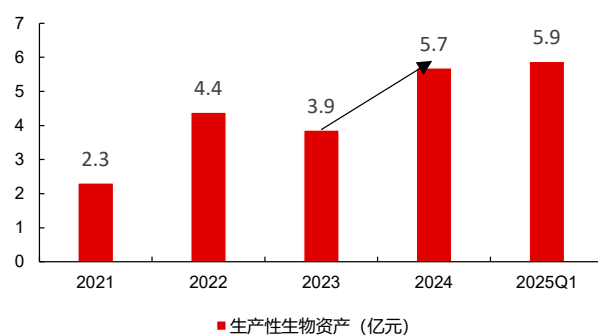
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 21：2024Q2 起公司完全成本基本下降至 14 元/公斤以内



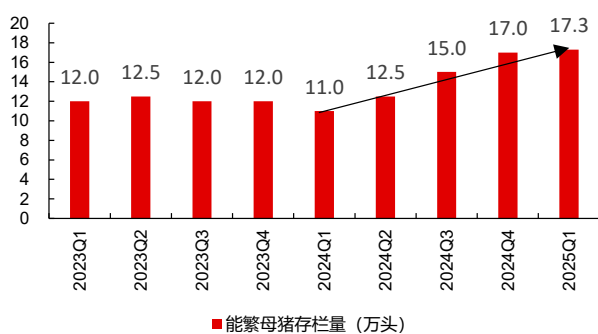
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 22：2024 年新场舍投产后生产性生物资产实现规模跃升



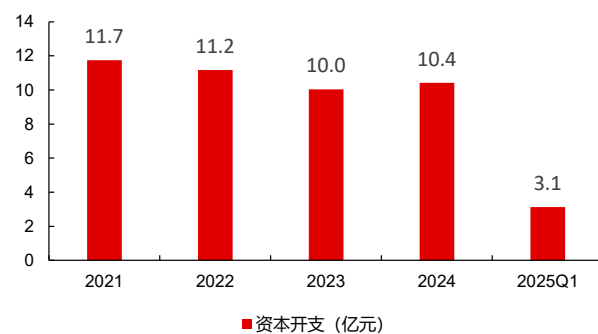
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：2024 年每季度的能繁母猪存栏量均呈现大幅增长趋势



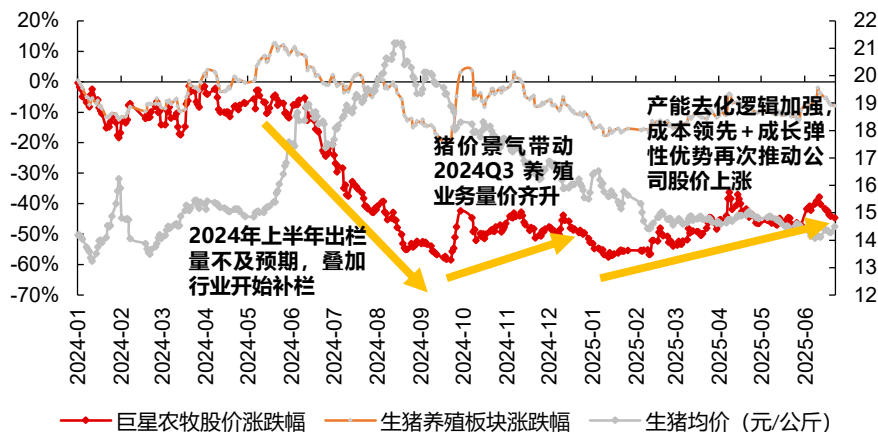
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：2024 年资本开支基本同比持平，2025 年预计降至 5 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：2024 年出栏结构的调整导致公司股价回调，2025 年去化逻辑加强后再次领涨板块

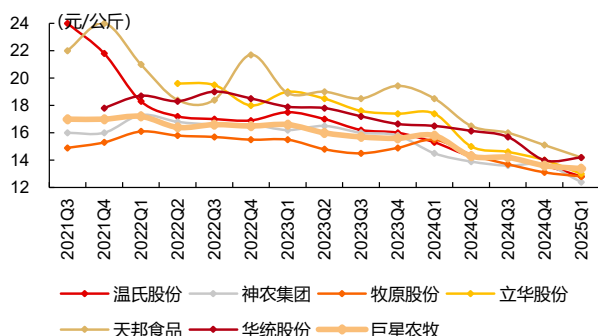


资料来源：Wind，长江证券研究所

五星养殖体系重构降本路径，高水平繁育体系赋能生产效率

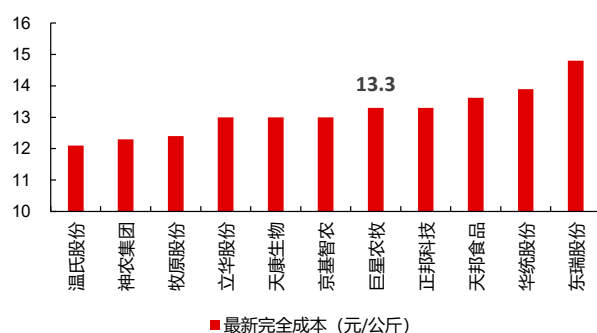
2021 年以来巨星农牧的完全成本始终保持在行业第一梯队，由 2021Q3 的 17.0 元/公斤降至 2025Q1 的 13.4 元/公斤，而其成本优势主要得益于公司搭建的“种+料+管理+生物安全+环保”五星养殖体系。优质种源方面，公司 2017 年起便与世界知名种猪改良公司 PIC 开展深度合作，引入繁殖性能强、饲料转化率高、健康度高的优质种猪。精准饲喂方面，截至 2024 年末公司饲料年产能超 100 万吨，自产饲料主要协同供应自身生猪养殖，通过科学饲料配方实现精准营养，同时加强原料战略采购来降低饲料原料成本。管理方面，重视专业化团队建设，并与 Pipestone 合作引入全套养殖理念和生产技术体系。生物安全方面，公司严格执行猪场高生物安全选址标准、配套保障维持高健康种群的硬件设施。环保技术方面，公司遵循绿色低碳养殖、清洁能源生产，建设粪污环保处理等系统实现种养循环。

图 26：2021Q3 以来巨星农牧完全成本一直处于行业第一梯队



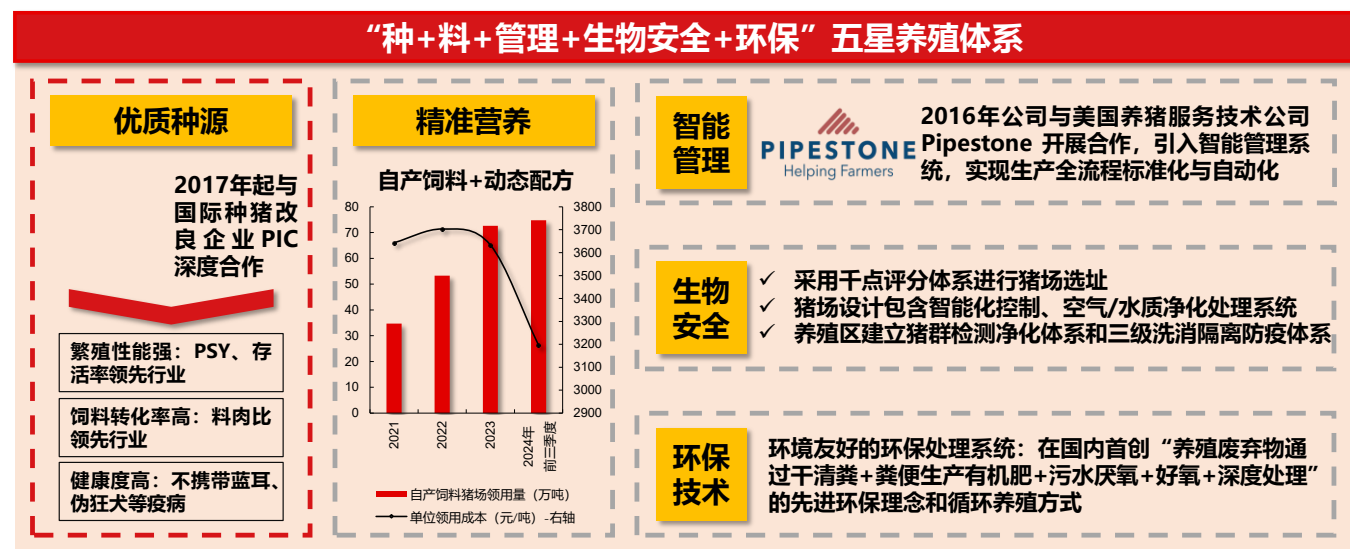
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：上市猪企最新完全成本对比（元/公斤）



资料来源：公司公告，长江证券研究所；注：牧原股份最新数据为 2025 年 4 月，温氏股份最新数据为 2025 年 5 月，神农集团最新数据为 2025 年 4 月，天康生物、立华股份、天邦食品最新数据为 2025 年一季度，正邦科技、京基智农、华统股份最新数据为 2025 年 3 月，东瑞股份最新数据为 2025 年 6 月

图 28：巨星农牧凭借五星养殖体系实现生产效率和成本的领先



资料来源：公司公告，公司官网，种猪网，长江证券研究所

高水平的繁育体系是降本增效的关键所在，公司在基因育种方面走出了一条“引-选-育-繁”的自主可控发展路径，与 PIC 深度合作并引进高质量、高健康种猪种群，在此基础上进行种群繁育和基因改良。2017 年 9 月公司与种猪改良公司 PIC 签署了《封闭扩繁总协议》，为期 7.5 年，2024 年 10 月双方再次续签。PIC 在中国拥有 3 个遗传核心场，2 个生产核心场，12 个扩繁场，目前拥有 2 万多头高健康核心群，PIC 五元杂交体系下的母猪在六项核心繁殖性状上全部领先于行业平均水平，巨星农牧从 PIC 购置供曾祖代公猪以及曾祖代和祖代小母猪，在其基础之上繁育的四阴种猪¹具备繁殖能力强、病毒抗性强、生长速度快、饲料转化率高、肉质性状好等多项优良性状，有效降低了生产成本。巨星农牧与 PIC、神农集团合作投资的 PIC 黔南遗传核心场项目已于 2024 年 10 月正式启动，将保持每年两次从美国进口高指数公猪的育种策略，可以拥有更好的遗传基础、更大的选育群体并降低三方单独经营投入，目前该核心场项目已经达到满产状态。

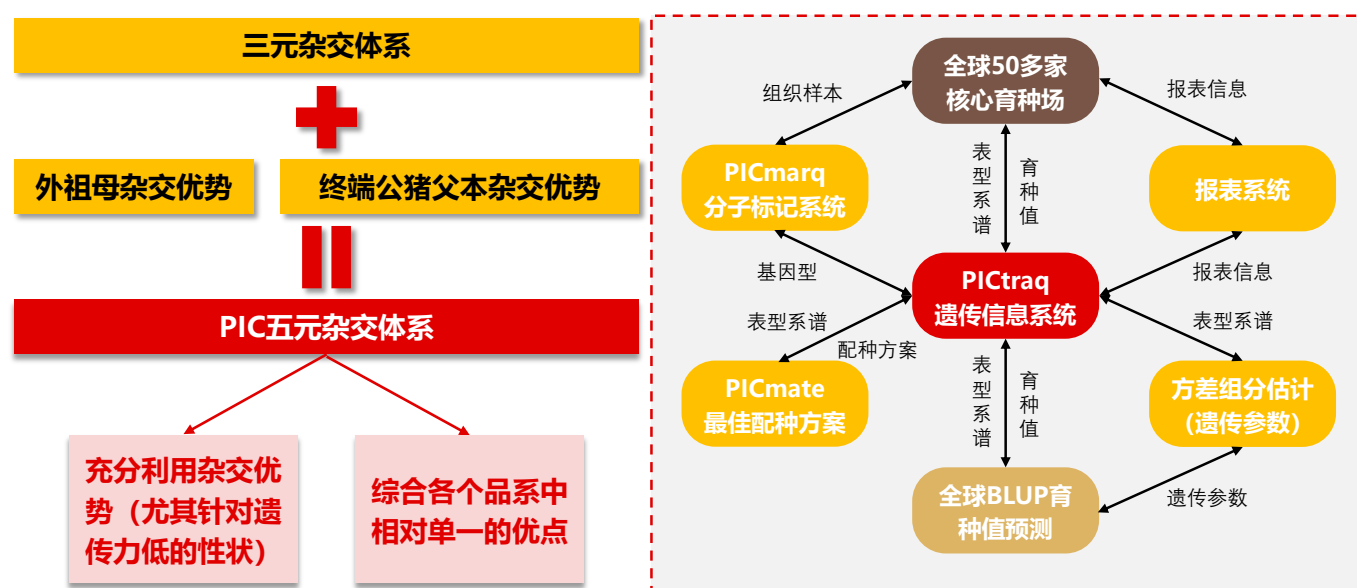
图 29：巨星农牧建立繁育体系的发展历程



资料来源：公司官网，农业农村部，中新网，长江证券研究所

¹ 不携带蓝耳、伪狂犬 GE、PED（猪流行性腹泻）、非洲猪瘟等常见猪传染病病毒，且在后续养殖过程中患病率较低。

图 30: PIC 五元杂交体系



资料来源: PIC 官网, 长江证券研究所

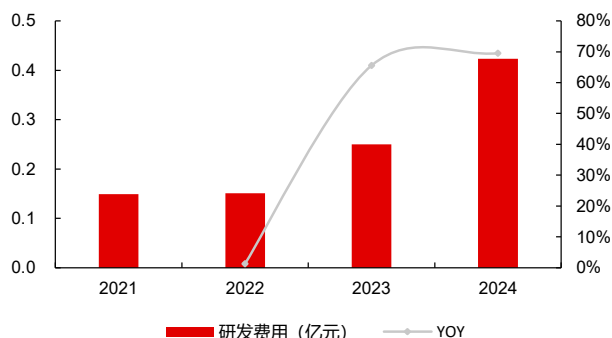
表 3: PIC 种猪的生产性能领先于行业平均水平 (2024 年)

指标	PIC 客户			行业均值	PIC 客户超出行业均值	巨星农牧
	前 10%	前 25%	平均			
分娩率	91.99%	91.53%	86.71%	83.71%	3%	-
总产仔数 (只)	15.26	15.06	14.00	13.50	0.50	-
活产仔数 (只)	14.24	14.01	12.88	12.44	0.44	-
断奶数 (只)	13.04	12.79	11.49	10.98	0.51	-
LSY (头)	2.48	2.46	2.41	2.23	0.18	-
PSY (头)	32.51	31.54	27.54	24.03	3.51	28.6

资料来源: PIC 中国 2024 年母猪繁殖数据报告, 长江证券研究所

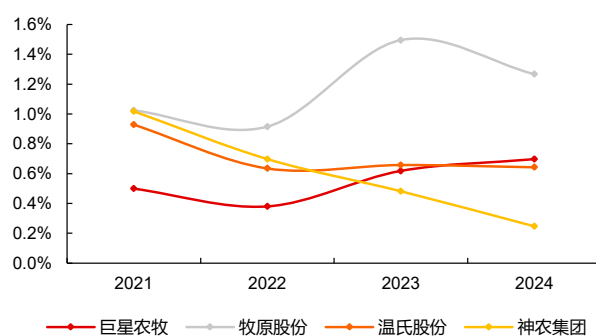
种猪选育和扩繁则由公司自主完成, 巨星农牧近年来持续加大研发投入力度, 2024 年研发费用增长了 70%至 0.42 亿元, 研发费用率逐渐赶超其他优秀猪企。在整合全球优质种猪资源引进高健康种群的基础上, 后续选育的具体工作主要由巨星研究院实施 (下设育种研究部、营养和饲养研究部等), 公司已掌握 BLUP (最佳线性无偏估计) 遗传评估法、全基因组选择育种技术和种猪性能测定技术, 对于低遗传力以及肉质和屠宰性状可以进行选择, 同时实现高生长速度和低料肉比种猪的选育。

图 31：巨星农牧的研发投入持续增加



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：巨星农牧的研发费用率逐渐赶超温氏股份和神农集团



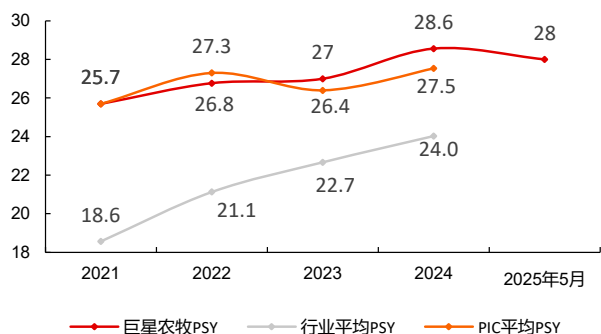
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：公司利用 BLUP（最佳线性无偏估计）遗传评估法进行遗传育种

资料来源：公司公告，长江证券研究所

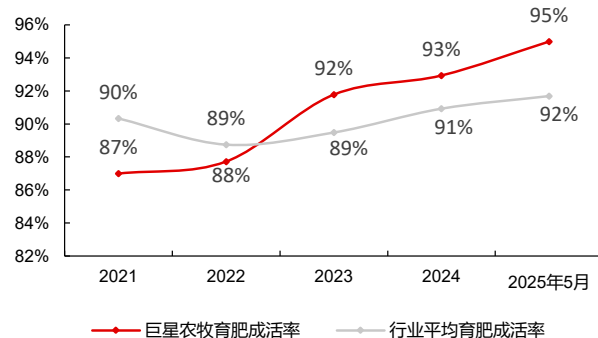
依托种猪端的深度赋能，巨星农牧的各项生产成绩均明显领先于行业平均水平，PSY、育肥成活率和料肉比指标表现出色，已构建起“种猪优势-效率提升-成本优化”的正向传导。从生产端核心指标来看，巨星农牧长期维持高于行业均值 4 头以上的 PSY 水平，2021-2022 年公司的 PSY 与 PIC 平均水平相当或略低，但 2023 年起便超越 PIC 均值，但自 2023 年起实现突破，并在 2024 年达到 28.6 头，大幅高于行业均值 24.0 头以及 PIC 均值 27.5 头，据测算，母猪 PSY 水平每提升 1 头，可降低仔猪成本约 10% 左右，公司凭借母猪繁殖效率的提升，有效降低了仔猪生产成本，构建起显著的成本竞争优势；在育肥环节公司同样实现了养殖效益的提升，育肥成活率由 2021 年低于行业均值的水平（87%），通过持续技术改进和管理优化，到 2025 年 5 月累计大幅提升 8 个百分点，达到 95% 的行业领先水平，料肉比水平也在 2025 年 5 月降至 2.57，反映出公司在饲料转化效率上的持续进步。健康度方面，公司种猪场的蓝耳双阴种猪也持续保持高占比，为持续提升公司生猪养殖效率和保障猪肉食品安全提供了坚实基础。

图 34：巨星农牧 PSY 水平（头）显著高于行业均值



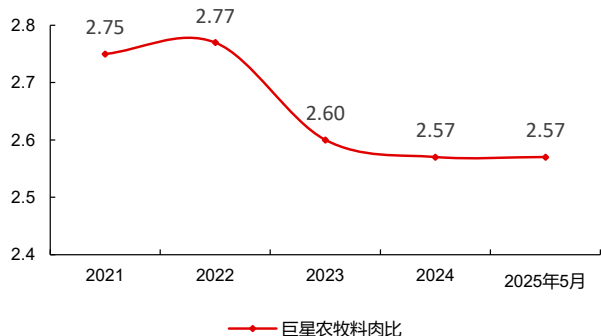
资料来源：PIC 公众号，公司公告，长江证券研究所

图 35：巨星农牧育肥成活率逐渐超越行业均值并扩大优势



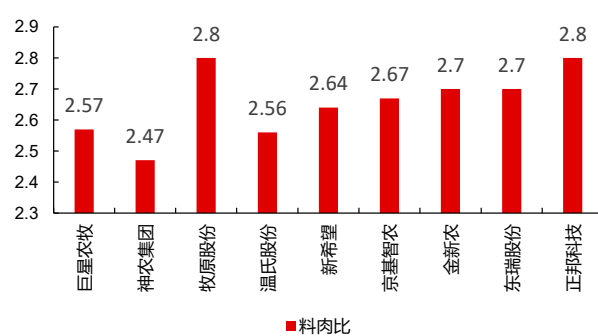
资料来源：公司公告，涌益资讯，长江证券研究所

图 36：2024 年以来巨星农牧料肉比已降至 2.6 以下



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 37：巨星农牧的料肉比水平在上市猪企中处于前列



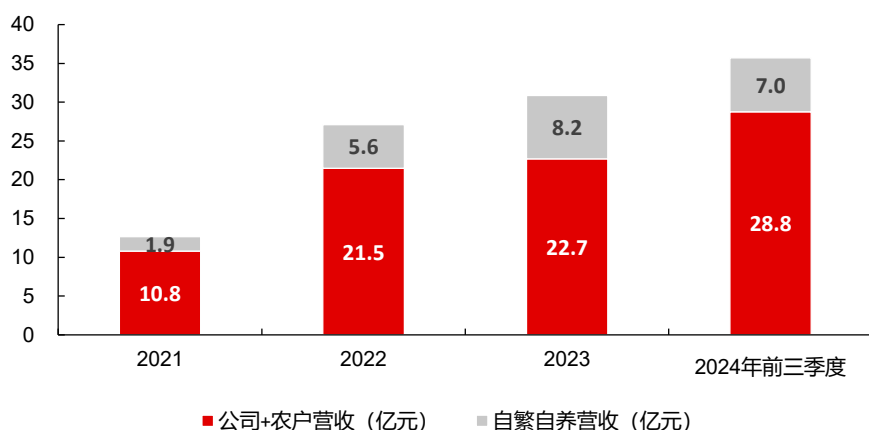
资料来源：公司公告，猪场动力网，长江证券研究所；注：巨星农牧为 2025 年 5 月，牧原股份、神农集团为 2025 年 4 月，东瑞股份为 2024 年 12 月，温氏股份、金新农为 2024 年 10 月，京基智农、正邦科技为 2024 年 9 月，新希望为 2024 年 6 月

截至 2024 年末，公司已形成 33 个标准化种猪场，截至 2025 年 4 月末，公司拥有 18 万头以上种猪场产能和 28 万头以上存栏种猪，产能部署主要集中在四川省内，个别繁殖场在云贵地区。预计自 2025Q2 起通过自建（四川甘江项目规模 1 万头，贵州平塘项目规模 5400 头）和租赁种猪场的方式在现有产能基础上增加 4-5 万头种猪场产能。

紧密型“公司+农户”模式和自繁自养模式并驱，持续释放成长弹性

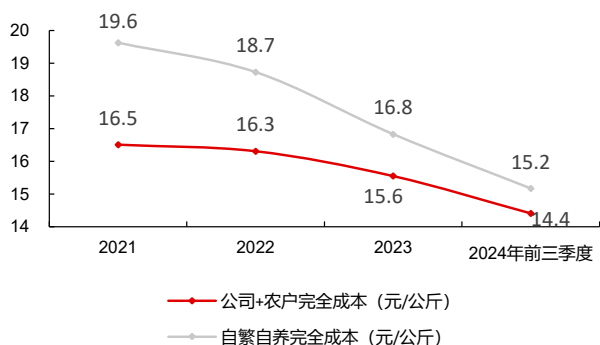
公司采用紧密型“公司+农户”模式和一体化自主养殖两种模式，其中以轻资产扩张的“公司+农户”模式为主，自繁自养模式起步较晚但进展迅速，两种模式的完全成本差距也在逐渐收窄。2024 年前三季度，“公司+农户”模式和自繁自养模式分别贡献 28.8、7.0 亿元营收，截至 2024 年末，紧密型“公司+农户”模式在公司育肥养殖规模中占比达到 80% 以上，中期维度来看或将保持在这一比例。比较两种模式的成本和利润，由于自繁自养模式的摊销成本高且产能存在爬坡期，因此 2021 年时该模式的完全成本达到 19.6 元/公斤，比“公司+农户”模式的 16.5 元/公斤高出 3.1 元/公斤，毛利率也为负值，但随着一体化繁育场的产能利用率逐渐打满，两种模式的成本差距逐渐缩小，2024 年前三季度分别为 14.4 元/公斤（“公司+农户”）、15.2 元/公斤（自繁自养），毛利率双双回升至 21.7%（“公司+农户”）和 15.0%（自繁自养）。横向对比只采用自繁自养模式的牧原股份和只采用“公司+农户”模式的温氏股份，巨星农牧自繁自养模式下的成本略逊色于牧原股份，但差距同样由 2021 年的 4.3 元/公斤缩小到 2023 年的 1.9 元/公斤；“公司+农户”模式下则较温氏股份更优，2023 年低于温氏股份 1.3 元/公斤。

图 38：截至 2024 年前三季度，自繁自养模式仍贡献主要营收



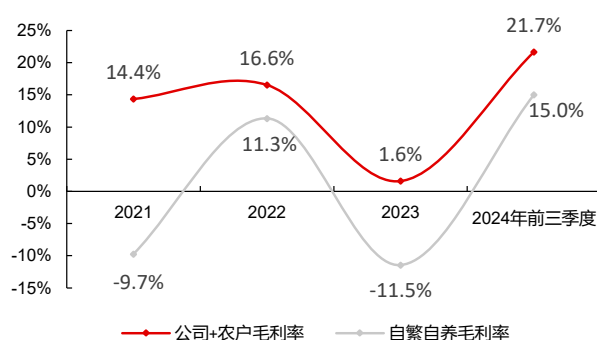
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 39：“公司+农户”模式与自繁自养模式的完全成本差距逐渐收窄



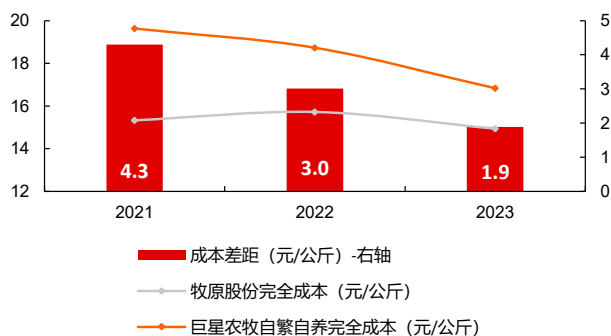
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 40：截至 2024 年前三季度，“公司+农户”模式毛利率高于自繁自养



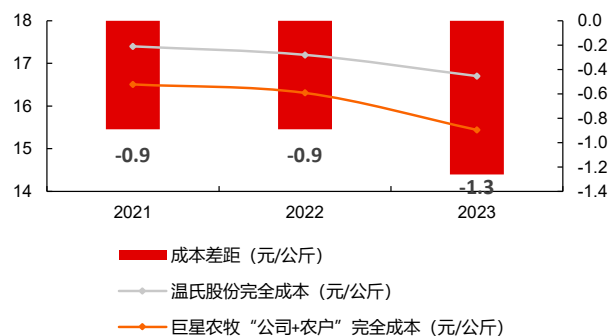
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 41：巨星农牧自繁自养模式成本与牧原股份成本差距收窄



资料来源：公司公告，长江证券研究所

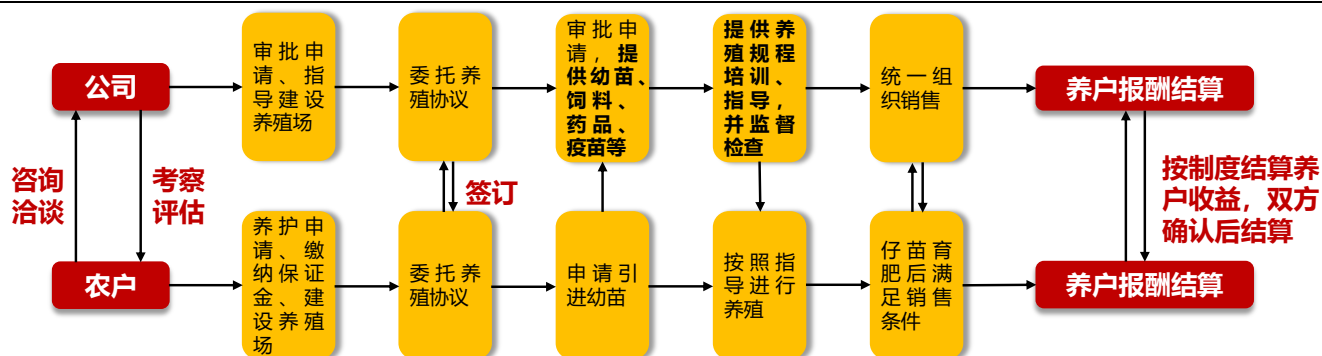
图 42：巨星农牧“公司+农户”模式成本优于温氏股份



资料来源：公司公告，长江证券研究所

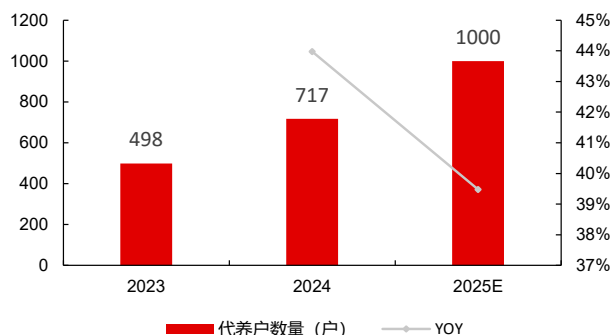
巨星农牧的紧密型“公司+农户”模式能够高效整合企业与农户双方的资源禀赋，并形成深度绑定的利益联结机制。该模式既发挥了公司在资本、技术、市场端的规模化和标准化优势，又激活了农户土地、人力等分散资源，公司聚焦种猪培育、饲料研发、疫病防控及终端销售等核心环节，而农户则在公司提供的全程技术指导与标准化管理规范下，专注于育肥环节的精细化运营。这种专业化分工不仅提升了单个环节的运营效率，更构建起覆盖从种源到出栏全周期的质量管控闭环。2024 年公司合作农户达 717 户，为其增收超 4.8 亿元，2025 年计划新增合作农户超 300 户，合作农户总数突破 1000 户。

图 43：巨星农牧的紧密型“公司+农户”模式整合了双方各自的优势



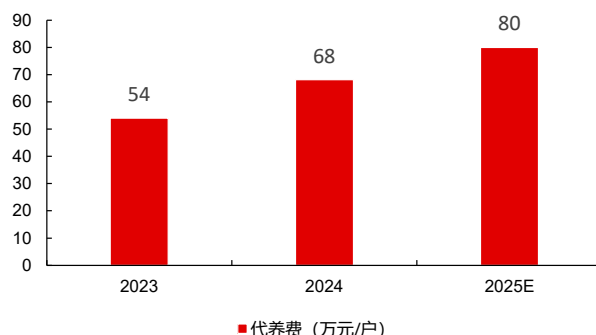
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 44：预计 2025 年巨星农牧合作的代养户达到 1000 户



资料来源：公司公告，中华网，长江证券研究所

图 45：巨星农牧支付合作农户的代养费逐年增长



资料来源：公司公告，中华网，长江证券研究所

自繁自养产能释放期即将到来，产能利用率或将大幅提升。截至 2024 年末，公司自主经营的育肥场超 70 个，凭借稳定的产能释放和严格的质量管控，成为公司应对市场周期、保障核心利润的重要支撑，与紧密型“公司+农户”模式形成互补，共同构建起兼具规模效应与灵活性的养殖体系。其中 2024 上半年建成的德昌巨星生猪繁育一体化项目是我国西部地区目前单体规模最大的一体化生猪产业项目，园区集饲料生产、生猪养殖、屠宰加工为一体的现代化、自动化、智慧化养猪园区，占地 1400 余亩，建筑面积约 70 万平方米，共 7 栋楼房式猪场，每栋楼母猪与育肥一体化，1-8 层分别设计为育肥区、配怀舍、保育以及产房，满产后可年出栏生猪 80 万头。2024 年公司生猪产能达到 323 万头，同比微增 4%，增幅较前两年降低，产能利用率在 85%左右，基本与 2023 年持平，2025 年德昌项目满负荷运转后有望实现产能和产能利用率的双重大幅提升。

图 46：德昌巨星生猪繁育一体化园区规划图



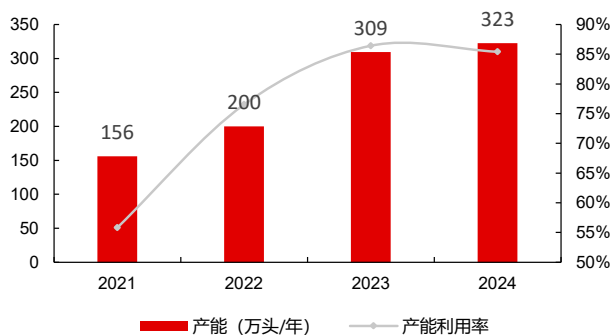
资料来源：巨星农牧公众号，长江证券研究所

图 47：德昌巨星生猪繁育一体化项目实景图



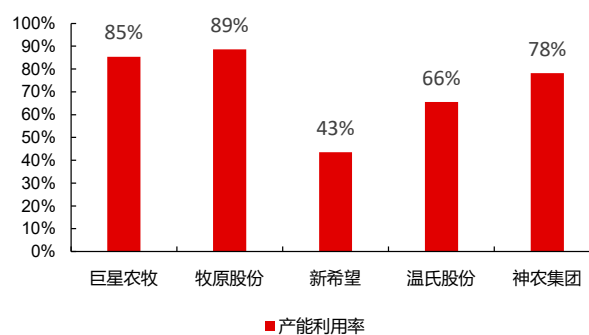
资料来源：巨星农牧公众号，长江证券研究所

图 48：2024 年巨星农牧产能爬升增速趋缓



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 49：巨星农牧产能利用率相比其他上市猪企较高（2024 年）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资结论

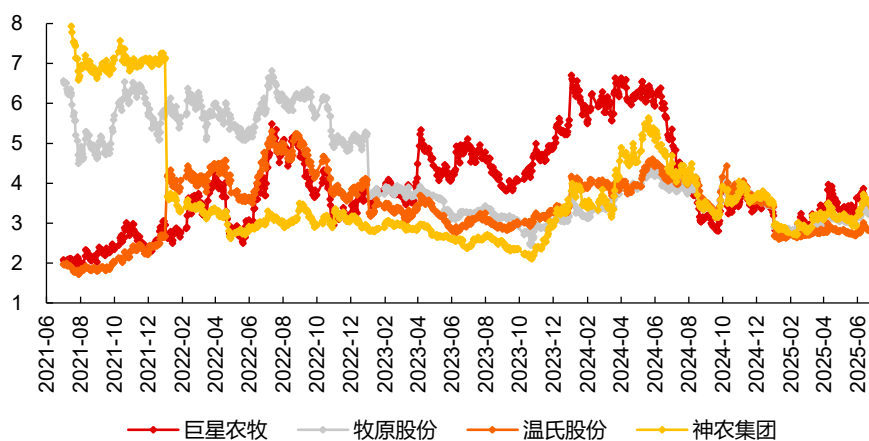
巨星农牧推动优质产能资源整合，通过自建+租赁种猪场模式扩大产能规模，同时持续提升养殖效率、降低生产成本，2025 年全年的完全成本目标为 13 元/公斤以内，假设全年能繁平均存栏 15.5 万头，PSY 水平为 28.5 头，育肥成活率为 95%，全年可实现 420 万头出栏量。预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 5.03、18.09、12.79 亿元。

表 4：巨星农牧 2025、2026 年的头均市值（元/头）处于历史最低分位数（截至 2025 年 8 月 6 日）

	2022	2023	2024	对应 2025	历史分位数	对应 2026	历史分位数
牧原股份	4745	3372	3197	2903	3%	2839	3%
温氏股份	5775	3581	3192	3431	7%	3153	5%
巨星农牧	6771	5350	4583	2559	3%	1954	0%
神农集团	13150	6419	6529	5294	13%	4235	4%
天康生物	3993	2348	2210	2442	10%	2198	9%
正邦科技	2258	2184	6398	3740	29%	2909	20%
新希望	2615	1464	1347	2506	5%	2436	5%
天邦食品	2883	1479	1005	1039	2%	844	0%
唐人神	3411	1975	1432	1390	4%	1264	3%
新五丰	3117	2439	2068	1574	1%	1431	1%
金新农	2623	2497	2861	2483	6%	2483	6%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 50：巨星农牧的 PB 处于历史低位



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

- 1、突发动物疾病的影响导致企业出栏规模不达预期。我们在本篇报告中对于生猪养殖企业的养殖成本和出栏规模进行了较为谨慎的假设，但亦有可能出现由于突发动物疫病造成的损失超预期，导致养殖企业养殖成本大幅抬升以及出栏规模不达预期的情况。
- 2、额外的政策及资金支持导致生猪养殖行业去产能不达预期。我们对于行业去产能做出的判断主要基于现有的行业政策情况以及目前行业参与主体的现金流情况，如果出现额外的行业政策支持以及行业外的资金进入生猪养殖行业，行业去产能的进度有可能不达预期。
- 3、猪肉需求短期显著下滑。随着更多其他蛋白质品种供给的提升，猪肉需求的下滑是长期趋势。长期趋势中，短期剧烈的需求下滑或对生猪价格造成巨大压力。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期。盈利预测的核心假设是 2025-2027 年出栏量分别达到 420、550、650 万头，基于上述假设，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 84.23、116.98、126.76 亿元，增速分别为+39%、+39%、+8%，归母净利润分别为 5.03、18.09、12.79 亿元，增速分别为-3%、+260%、-29%。假设悲观情况下，出栏量不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差。

表 5：公司收入及利润敏感性分析

	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	8423	11698	12676	7901	10546	11632
YoY	39%	39%	8%	30%	33%	10%
毛利率	13.9%	23.0%	17.6%	13.8%	22.8%	17.5%
归母净利润 (百万元)	503	1809	1279	468	1612	1165
YoY	-3%	260%	-29%	-10%	245%	-28%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6078	8423	11698	12676	货币资金	577	534	1338	1586
营业成本	4913	7256	9006	10448	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	1165	1167	2692	2228	应收账款	68	94	130	141
%营业收入	19%	14%	23%	18%	存货	2093	1915	2627	3483
营业税金及附加	11	17	23	25	预付账款	78	73	90	104
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	49	46	59	62
销售费用	39	101	117	127	流动资产合计	2864	2661	4244	5378
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	10	10	10	10
管理费用	290	505	702	761	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5%	6%	6%	6%	固定资产合计	3708	3884	3996	4048
研发费用	42	84	70	76	无形资产	88	88	88	88
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	581	581	581	581
财务费用	205	0	0	0	递延所得税资产	45	45	45	45
%营业收入	3%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1469	1743	2003	2243
加: 资产减值损失	-43	-6	-6	-6	资产总计	8764	9011	10965	12391
信用减值损失	-6	0	0	0	短期贷款	1058	1058	1058	1058
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	349	403	500	580
投资收益	-3	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	482	470	1797	1258	应付职工薪酬	108	145	180	209
%营业收入	8%	6%	15%	10%	应交税费	8	0	0	0
营业外收支	46	40	40	40	其他流动负债	2030	2021	2314	2550
利润总额	528	510	1837	1298	流动负债合计	3553	3627	4052	4398
%营业收入	9%	6%	16%	10%	长期借款	451	451	451	451
所得税费用	2	3	9	6	应付债券	781	781	781	781
净利润	525	508	1828	1292	递延所得税负债	4	4	4	4
归属于母公司所有者的净利润	519	503	1809	1279	其他非流动负债	636	614	614	614
少数股东损益	7	5	18	13	负债合计	5426	5477	5902	6248
EPS (元)	1.02	0.99	3.55	2.51	归属于母公司所有者权益	3301	3491	5002	6069
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	38	43	61	74
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	3339	3534	5063	6144
经营活动现金流净额	1265	867	1513	821	负债及股东权益	8764	9011	10965	12391
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	-10	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-856	-461	-411	-361	每股收益	1.02	0.99	3.55	2.51
其他	6	6	0	0	每股经营现金流	2.48	1.70	2.97	1.61
投资活动现金流净额	-860	-455	-411	-361	市盈率	17.42	21.38	5.94	8.40
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.74	3.08	2.15	1.77
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	9.59	24.65	6.67	8.91
银行贷款增加 (减少)	1453	0	0	0	总资产收益率	6.4%	5.7%	18.3%	11.1%
筹资成本	-117	-83	-299	-211	净资产收益率	15.7%	14.4%	36.2%	21.1%
其他	-1666	-372	0	0	净利率	8.5%	6.0%	15.5%	10.1%
筹资活动现金流净额	-330	-455	-299	-211	资产负债率	61.9%	60.8%	53.8%	50.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	75	-43	804	249	总资产周转率	0.74	0.95	1.17	1.09

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。