

公司研究 | 点评报告 | 扬农化工（600486.SH）

葫芦岛项目全面推进，收入稳健增长

报告要点

公司发布 2025 年三季报，前三季度实现收入 91.6 亿元（同比+14.2%），实现归属净利润 10.6 亿元（同比+2.9%），实现归属扣非净利润 10.4 亿元（同比+5.8%）。其中 Q3 单季度实现收入 29.2 亿元（同比+26.1%），实现归属净利润 2.5 亿元（同比-5.0%），实现归属扣非净利润 2.5 亿元（同比-0.5%）。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



王明

SAC: S0490521030001

SFC: BVA881

扬农化工 (600486.SH)

2025-10-30

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

葫芦岛项目全面推进，收入稳健增长

事件描述

公司发布 2025 年三季报，前三季度实现收入 91.6 亿元（同比+14.2%），实现归属净利润 10.6 亿元（同比+2.9%），实现归属扣非净利润 10.4 亿元（同比+5.8%）。其中 Q3 单季度实现收入 29.2 亿元（同比+26.1%），实现归属净利润 2.5 亿元（同比-5.0%），实现归属扣非净利润 2.5 亿元（同比-0.5%）。

事件评论

- **新项目路径清晰。**公司是国家重点高新技术企业，国内农化上市公司头部企业，全球拟除虫菊酯原药核心供应商。公司北方基地全力推进，围绕葫芦岛项目“早投产、早盈利”，公司上下全力抓好项目调试，一阶段项目快速推进产能爬坡，已调试产品全部达设计产能，二阶段项目持续推进，上半年全面实现投产即盈利。
- **创新驱动公司发展。**公司创制新药商业化进程不断加快，全力推进 1631 商业化进程和创制新药的研究，多个化合物取得新进展。公司成果转化实验室正式投用，GLP 实验室完成资质复审，国家博士后科研工作站成功获批。
- **公司原药价格波动中前行，销量稳健增长。**2022 年以来，在海外库存高位运行的背景下，叠加供给端限制放松，原药产能的持续扩张，农药原药价格从高位持续回落，2023-2024 年延续下跌趋势。2025 年以来部分产品有所起色，2025Q3 公司原药/制剂均价同比变化 +3.1%/+0.8%，环比变化-10.2%/+26.5%。2025Q3 公司主要产品价格环比表现：氯氰菊酯 (0.0%)、联苯菊酯 (-1.7%)、功夫菊酯 (-4.0%)、草甘膦 (13.8%)、麦草畏 (0.0%)、苯醚甲环唑 (-5.4%)、氟啶胺 (-3.9%)、吡唑醚菌酯 (-3.7%)、丙环唑 (-6.8%)、氟啶脲 (0.0%)、虱螨脲 (-4.0%)、硝磺草酮 (-2.6%)、吡蚜酮 (-2.7%)、烯草酮 (2.8%)。2025Q3，公司原药/制剂销量分别为 3.0/0.5 万吨，同比增长+13.5%/-17.6%，随着北方基地产能持续释放，公司销量有望延续提升趋势。2025Q3 公司毛利率与净利率分别为 19.6%/8.5%，同比-3.9 pct/-2.8 pct，盈利能力小幅波动。
- **草甘膦延续涨价，四季度北美旺季有支撑。**2025Q4（截至 2025.10.26）公司主要产品价格环比表现：氯氰菊酯 (0.0%)、联苯菊酯 (-0.8%)、功夫菊酯 (-0.7%)、草甘膦 (3.4%)、麦草畏 (0.0%)、苯醚甲环唑 (-1.1%)、氟啶胺 (-6.7%)、吡唑醚菌酯 (-2.3%)、丙环唑 (-0.2%)、氟啶脲 (0.0%)、虱螨脲 (-1.3%)、硝磺草酮 (-0.9%)、吡蚜酮 (-1.0%)、烯草酮 (-12.9%)，四季度时值北美农药需求旺季，盈利趋势或将改善。
- **维持“买入”评级。**公司为国内仿生农药行业规模最大的企业，内生增长+资产协作+“两化”共振，共同推动公司长期成长。预计公司 2025-2027 年归属净利润分别为 13.0、14.4 以及 15.9 亿元。

风险提示

- 1、海外农药去库不及预期；
- 2、行业新产能扩产超预期。

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)	65.02
总股本(万股)	40,540
流通A股/B股(万股)	40,399/0
每股净资产(元)	27.80
近12月最高/最低价(元)	79.19/47.33

注：股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《行业周期底部，公司逆势增长》2025-08-24
- 《行业周期底部，业绩仍保持稳健运行》2025-05-07
- 《部分产品价格反弹，行业仍处于磨底阶段》2025-03-26



更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：公司主要产品价格跟踪（元/吨）

扬农化工	优士/优嘉												
	氟氰菊酯	卫生菊酯	联苯菊酯	功夫菊酯	草甘膦	麦草畏	苯醚甲环唑	异丙甲环唑	功夫酸	氟啶胺	吡啶啉菊酯	丙环唑	氟啶胺
2016年	112104	140848	209372	140848	18653	111925		52771					
2017年	105000	183185	238384	183185	24353	108411		59000	181976	258214	327200	123600	413333
2018年	110849	298934	370147	298934	27193	97330		77353	276863	303627	240392	140098	462353
2019年	119911	319670	350658	319670	24976	91384	231150	92941	248824	351176	197941	110824	481569
2020年	86810	197031	209413	197031	22392	79299	223344	73460	168900	311337	179929	103287	497200
2021年	90719	213704	255048	213704	50445	75526	196167	66222	204778	257890	180221	160562	537333
2022年	88825	209674	293863	209674	62744	75444	179558	71519	210346	254699	262701	194110	530385
2023年	68945	140167	179605	140167	32875	68514	125390	47122	123143	208493	207847	125392	446531
2024年	61768	108572	134014	108572	25269	59577	97070	40309		99835	156239	158988	75116
2025年	72659	108672	128283	108672	24845	55137	90221	40000	100000	142997	154263	70803	430000
2021Q1	87500	195089	206583	195089	29461	76000	187889	60000	192083	266556	156728	118722	508333
2021Q2	88324	181308	217912	181308	40368	75231	176027	60000	180000	259560	155000	130549	530000
2021Q3	88761	190489	241630	190489	52418	73533	176908	60000	185455	250000	155000	151565	530000
2021Q4	98196	287174	352609	287174	78967	77348	243446	91111	281111	255652	253370	240174	595556
2022Q1	91933	235556	339667	235556	73872	76800	196000	79462	231923	250000	262333	228222	570000
2022Q2	87407	205549	295549	205549	64049	75000	174022	72462	218846	264341	244626	181429	530000
2022Q3	87859	204228	277174	204228	60900	75000	177783	69923	204615	254457	253098	184533	527692
2022Q4	88152	193880	264076	193880	52411	75000	170723	64231	186000	250000	290543	182859	493846
2023Q1	82089	175433	229056	175433	43283	73633	156483	53500	158167	247056	262022	170889	466667
2023Q2	69231	136995	175440	136995	27833	68703	126615	47500	118417	207747	215121	132099	440000
2023Q3	60924	126511	161098	126511	32461	67000	111065	44692	109231	190000	182630	107467	440000
2023Q4	63826	122462	153859	122462	28096	64832	108087	43000	107917	190000	172870	92174	440000
2024Q1	56000	111170	144440	111170	25612	61500	99797	42308	104154	190000	160725	84330	437692
2024Q2	61000	109005	133626	109005	25840	60555	94824	40000	98000	172857	167407	78374	430000
2024Q3	65000	105918	129478	105918	25012	58283	96859	40000	98000	153826	163337	75707	430000
2024Q4	65000	108228	128620	108228	24621	58000	96804	40000	99077	152000	160000	76250	430000
2025Q1	67222	110144	128133	110144	23448	57778	92411	40000	100000	148656	158367	74422	430000
2025Q2	75000	110599	129714	110599	23502	54000	92187	40000	100000	145000	156187	72055	430000
2025Q3	75000	106223	127516	106223	26743	54000	87250	40000	100000	139293	150478	67141	430000
2025Q4	75000	105500	126500	105500	27662	54000	86269	40000	100000	130000	147000	67000	430000
2025/10/26	75000	105500	126500	105500	27500	54000	85500	40000	100000	130000	147000	67000	430000

资料来源：Wind，卓创资讯，百川盈孚，中农立华，长江证券研究所

图 2：公司主要产品价格跟踪（元/吨）

扬农化工	沈阳科创														
	硝磺草酮	吡蚜酮	烯草酮	烯禾啶	灭草松	氟氯草酯	双氟磺草胺	异噁草松	莎稗磷	吡氟醚草胺	氟环唑	多效唑	氯虫苯甲酰胺	咪草烟	甲氧咪草烟
2016年	121021		121104	80146	66542										
2017年	131580		131900	81000	80580						440000				
2018年	211059		174353	100000	105294			83400			657451				
2019年	240490		172255	100000	118451			82118			808431				
2020年	197516	197872	120078	107800	106000	152632	621702	90286	80000	200000	705400	85945		241056	700000
2021年	165164	182301	125012	127444	127222	170155	531890	98285	80000	200000	442222	91575		271342	770712
2022年	144849	153219	172677	145385	123462	200879	558000	122953	80000	200000	475890	90551	600000	302041	813808
2023年	108690	118340	89304	107821	96939	137756	487863	101773	80000	200000	430156	66210	388300	194589	507781
2024年	89674	113733	86051		78000	109745	385390	85232	80000	200000	305959	55495	240399	132294	333288
2025年	85050	112377	107245		76238	108953	380000	83563	80000	200000	277397	55295	230510	131063	320850
2021Q1	165000	190000	100839	120000	115417	147750	588000	91389	80000	200000	460000	85111		253333	700000
2021Q2	162692	186923	101500	113077	119615	167242	491429	91500	80000	200000	393846	79176		260000	717582
2021Q3	147500	165272	108043	110000	117727	170000	489130	91500	80000	200000	378182	80957		260000	817391
2021Q4	185435	187228	188886	179444	165556	195109	559783	118527	80000	200000	566667	120783		311522	845761
2022Q1	175000	173333	210222	185000	143846	226467	590000	125000	80000	200000	509620	114778		320000	850000
2022Q2	144725	153242	164780	156538	121538	200000	590000	124187	80000	200000	470000	85879		316264	850000
2022Q3	135489	148424	155946	120000	114231	192000	543043	124000	80000	200000	470000	84391		299837	820870
2022Q4	124837	138315	160489	120000	114231	185598	510000	118685	80000	200000	458641	77630		272609	735543
2023Q1	117889	124222	129000	114167	114750	163111	509333	112200	80000	200000	450244	72867		247222	648444
2023Q2	110000	117143	86143	105000	97250	136725	490000	102198	80000	200000	445385	65890	428750	202473	550440
2023Q3	106413	116772	73554	105000	90308	126728	490000	99174	80000	200000	428424	65000	403913	172446	441848
2023Q4	100674	115337	69348	105000	86000	125000	462609	93750	80000	200000	397174	61223	365652	157446	393913
2024Q1	100000	102549	67346		83846	116868	391758	89643	80000	200000	364176	56346	293132	143929	360000
2024Q2	100000	112429	66187		79857	106044	390000	86363	80000	200000	330110	53429	252363	131401	352418
2024Q3	88000	116087	67391		77000	109995	390000	85424	80000	200000	319022	55966	230027	129272	336793
2024Q4	86000	128152	73750		77000	108696	387500	85000	80000	200000	304565	56875	219022	128707	325000
2025Q1	86000	119578	76989		77000	106856	380000	85000	80000	200000	294889	56750	208833	131544	325000
2025Q2	86000	111154	120352		77000	111758	380000	85000	80000	200000	277033	54896	245368	131978	325000
2025Q3	83783	108120	123723		75000	108543	380000	82370	80000	200000	265000	54500	242201	130000	315870
2025Q4	83000	107000	107778		75000	107889	380000	78000	80000	200000	262556	54500	212852	130000	310000
2025/10/26	83000	107000	105000		75000	105000	380000	78000	80000	200000	259000	54500	206500	130000	310000

资料来源：Wind，卓创资讯，百川盈孚，中农立华，长江证券研究所

图 3：公司主要产品价格跟踪（元/吨）

扬农化工	宝叶公司	葫芦岛（一期）									
	代森锰锌	咪草烟	甲氧咪草烟	甲基咪草烟	烯草酮	烯禾啶	莎稗磷	吡氟醚草胺	多效唑	功夫菊酯	氯虫苯甲酰胺
2016年	29972				121104	80146				140848	
2017年	25786				131900	81000				183185	
2018年	23624				174353	100000				298934	
2019年	20823				172255	100000				319670	
2020年	19714	241056	700000	700000	120078	107800	80000	200000	85945	197031	
2021年	23055	271342	770712	770712	125012	127444	80000	200000	91575	213704	
2022年	25364	302041	813808	813808	172677	145385	80000	200000	90551	209674	600000
2023年	23773	194589	507781	507781	89304	107821	80000	200000	66210	140167	388300
2024年	23230	132294	333288	333288	86051		80000	200000	55495	108572	240399
2025年	24887	131063	320850	320850	107245		80000	200000	55295	108672	230510
2021Q1	21611	253333	700000	700000	100839	120000	80000	200000	85111	195089	
2021Q2	22000	260000	717582	717582	101500	113077	80000	200000	79176	181308	
2021Q3	22000	260000	817391	817391	108043	110000	80000	200000	80957	190489	
2021Q4	26565	311522	845761	845761	188886	179444	80000	200000	120783	287174	
2022Q1	28000	320000	850000	850000	210222	185000	80000	200000	114778	235556	
2022Q2	23275	316264	850000	850000	164780	156538	80000	200000	85879	205549	
2022Q3	23217	299837	820870	820870	155946	120000	80000	200000	84391	204228	
2022Q4	27000	272609	735543	735543	160489	120000	80000	200000	77630	193880	
2023Q1	24678	247222	648444	648444	129000	114167	80000	200000	72867	175433	
2023Q2	23758	202473	550440	550440	86143	105000	80000	200000	65890	136995	428750
2023Q3	23000	172446	441848	441848	73554	105000	80000	200000	65000	126511	403913
2023Q4	23674	157446	393913	393913	69348	105000	80000	200000	61223	122462	365652
2024Q1	23000	143929	360000	360000	67346		80000	200000	56346	111170	293132
2024Q2	23000	131401	352418	352418	66187		80000	200000	53429	109005	252363
2024Q3	23000	129272	336793	336793	67391		80000	200000	55966	105918	230027
2024Q4	23913	128707	325000	325000	73750		80000	200000	56875	108228	219022
2025Q1	23644	131544	325000	325000	76989		80000	200000	56750	110144	208833
2025Q2	24253	131978	325000	325000	120352		80000	200000	54896	110599	245368
2025Q3	25902	130000	315870	315870	123723		80000	200000	54500	106223	242201
2025Q4	27817	130000	310000	310000	107778		80001	200000	54500	105500	212852
2025/10/26	28250	130000	310000	310000	105000	70000	80000	150000	54500	105500	206500

资料来源：Wind，卓创资讯，百川盈孚，中农立华，长江证券研究所

风险提示

- 1、海外农药去库不及预期。2022 年以来，海外农药行业经历前期持续备货，后进入持续去库阶段，终端需求持续偏弱，导致部分农药价格持续回调，如果下游需求去库不及预期，会导致农药需求持续偏弱。
- 2、行业新产能扩产超预期。农药行业持续有资本开支计划，新产能的不断释放导致部分产品供给过剩，如果行业新产能仍保持大规模投放，供给端过剩的压力持续存在，行业景气或将持续承压。

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	10435	11062	11890	12763	货币资金	1618	360	2256	3362
营业成本	8023	8495	9080	9698	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2412	2567	2809	3065	应收账款	1931	2047	2201	2363
%营业收入	23%	23%	24%	24%	存货	1105	1862	1085	1159
营业税金及附加	35	38	40	43	预付账款	198	293	313	335
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	2329	2371	2427	2486
销售费用	232	199	214	230	流动资产合计	7182	6934	8282	9704
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	468	420	452	485	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	5612	6296	7211	8206
研发费用	358	343	369	396	无形资产	584	614	645	675
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	16	16	16	16
财务费用	-65	26	0	0	递延所得税资产	261	261	261	261
%营业收入	-1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	4011	4411	4611	4911
加: 资产减值损失	-59	-20	-50	-60	资产总计	17665	18532	21025	23772
信用减值损失	9	0	0	0	短期贷款	1192	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0	应付款项	2519	2667	2851	3045
投资收益	3	-11	-12	-13	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1413	1543	1708	1877	应付职工薪酬	379	387	414	442
%营业收入	14%	14%	14%	15%	应交税费	63	63	68	73
营业外收支	-7	0	0	0	其他流动负债	2477	2471	2641	2820
利润总额	1406	1543	1709	1877	流动负债合计	6629	5589	5974	6380
%营业收入	13%	14%	14%	15%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	203	239	265	291	应付债券	0	0	0	0
净利润	1203	1304	1444	1586	递延所得税负债	9	9	9	9
归属于母公司所有者的净利润	1202	1303	1443	1586	其他非流动负债	485	485	485	485
少数股东损益	1	1	1	1	负债合计	7122	6082	6467	6873
EPS (元)	2.97	3.21	3.56	3.91	归属于母公司所有者权益	10536	12443	14550	16891
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	7	7	8	8
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	10543	12450	14558	16899
经营活动现金流净额	2155	703	2638	1949	负债及股东权益	17665	18532	21025	23772
取得投资收益收回现金	40	-11	-12	-13	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1448	-330	-530	-530	每股收益	2.97	3.21	3.56	3.91
其他	-786	-400	-200	-300	每股经营现金流	5.32	1.73	6.51	4.81
投资活动现金流净额	-2193	-742	-742	-843	市盈率	21.93	20.22	18.27	16.62
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.50	2.12	1.81	1.56
股权融资	13	-1	0	0	EV/EBITDA	12.76	14.72	12.46	10.89
银行贷款增加 (减少)	829	-1192	0	0	总资产收益率	6.8%	7.0%	6.9%	6.7%
筹资成本	-372	-26	0	0	净资产收益率	11.4%	10.5%	9.9%	9.4%
其他	-298	0	0	0	净利率	11.5%	11.8%	12.1%	12.4%
筹资活动现金流净额	172	-1220	0	0	资产负债率	40.3%	32.8%	30.8%	28.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	134	-1258	1896	1106	总资产周转率	0.59	0.60	0.57	0.54

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。