

农林牧渔

2025年12月07日

投资评级：看好数（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《年末猪价存在供需双重支撑，牛周期景气持续性或超预期—行业周报》-2025.11.30

《生猪能繁去化加速，我国暂停进口日本水产利多国内水产板块—行业周报》-2025.11.23

《需求渐入旺季肉鸡价格有支撑，蛋价下行蛋鸡淘汰或加速—行业点评报告》-2025.11.17

集团年度计划完成压力或偏小但散户大猪出栏压力偏大，行业能繁去化延续

——行业周报

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

王高展（分析师）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790525070003

●周观察：集团出栏压力偏小但散户大猪出栏压力偏大，行业能繁去化延续

集团年度计划完成压力或偏小，散户大体重猪短期出栏压力偏大，行业能繁去化延续。据涌益咨询，截至2025年12月5日，全国生猪均价11.19元/公斤，周环比-0.08元/公斤，同比-4.40元/公斤，涌益样本生猪屠宰量略高于2023年同期。集团方面，部分头部猪企已披露11月销售简报，牧原股份、温氏股份2025年商品猪出栏目标分别为7200-7800、3300-3500万头，其2025年11月商品猪出栏分别为660、346万头，1-11月累计出栏分别为7100、3189万头，因此牧原股份、温氏股份12月生猪出栏仅需700、300万头便可完成年度出栏目标上限，头部集团年前出栏压力并不大。

从均重看散户出栏压力短期偏大，但压力已在持续释放中。截至2025年12月4日，涌益样本生猪出栏均重129.82公斤/头，周环比+0.60公斤/头，同比+2.47公斤/头，其中集团出栏均重124.71公斤/头，周环比+0.16公斤/头，散户出栏均重146.08公斤/头，0.91公斤/头，散户出栏占比提升至23.90%，周环比+1.25pct。行业出栏均重整体上移。散户均重偏高，当前猪价难以覆盖散户130kg以上体重段的增重成本，散户恐慌情绪转浓加速出栏。2025年11月20-30日行业二育栏舍利用率42.2%，环比-8.5pct，同比+3.8pct。

整体看，生猪年前需求向上供给增量有限，行业能繁去化大势不变。年前集团出栏压力偏小，散户阶段性释放大体重出栏压力后行业出栏均重或快速下移。涌益样本11月能繁存栏环比-0.14%，猪价低位运行带动行业能繁持续去化，即使春节旺季猪价阶段性上移亦难改能繁去化大势。

●周观点：生猪养殖亏损去化或加速，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

生猪及仔猪均陷亏损，叠加政策疫病多因素催化，生猪去化或加速。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

●本周市场表现（12.01-12.05）：农业跑输大盘1.86个百分点

本周上证指数上涨0.37%，农业指数下跌1.49%，跑输大盘1.86个百分点。子板块来看，动物保健板块领涨。个股来看，好当家(+16.15%)、西王食品(+10.26%)、生物股份(+9.66%)领涨。

●本周价格跟踪（12.01-12.05）：本周白羽鸡、玉米等农产品价格环比上涨

12月5日全国外三元生猪均价为11.2元/kg，较上周上涨0.01元/kg；仔猪均价为19.26元/kg，较上周上涨0.07元/kg；白条肉均价15.11元/kg。

●风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

目 录

1、周观察：散户大体重猪短期出栏压力偏大，行业能繁去化延续.....	3
2、周观点：生猪养殖亏损去化或加速，宠物板块国货崛起逻辑持续强化.....	5
3、本周市场表现（12.01-12.05）：农业跑输大盘 1.86 个百分点.....	5
4、本周重点新闻（12.01-12.05）：财政部关于印发《生猪（牛羊）调出大县奖励资金管理办法》的通知.....	7
5、本周价格跟踪（12.01-12.05）：本周白羽鸡、牛肉、玉米等农产品价格环比上涨.....	7
6、主要肉类进口量.....	11
7、饲料产量.....	11
8、风险提示.....	12

图表目录

图 1：年末猪价存在供需双重支撑(元/公斤).....	3
图 2：涌益样本生猪屠宰量略高于 2023 年同期（万头）.....	3
图 3：大猪消费旺季，行业出栏均重抬升（公斤/头）.....	4
图 4：行业散户生猪出栏均重偏高（公斤/头）.....	4
图 5：2025 年 11 月 20-30 日行业二育栏舍利用率 42.2%.....	4
图 6：二育进场保持谨慎.....	4
图 7：130kg 以上生猪增重成本已高于当前猪价.....	4
图 8：涌益样本 11 月能繁存栏环比-0.14%.....	4
图 9：本周农业指数下跌 1.49（%）.....	6
图 10：本周农业指数跑输大盘 1.86 个百分点.....	6
图 11：本周动物保健板块领涨（%）.....	6
图 12：本周外三元生猪价格环比上涨.....	8
图 13：本周生猪自繁自养利润环比下跌.....	8
图 14：本周鸡苗均价环比上涨.....	9
图 15：本周毛鸡主产区均价环比上涨.....	9
图 16：本周黄羽肉鸡价格环比下跌.....	9
图 17：本周牛肉价格环比上涨.....	9
图 19：12 月 5 日鲈鱼价格持平.....	10
图 20：12 月 5 日对虾价格环比上涨.....	10
图 21：本周玉米期货结算价环比上涨.....	10
图 22：本周豆粕期货结算价环比下跌.....	10
图 23：本周 NYBOT11 号糖环比下跌（美分/磅）.....	11
图 24：本周郑商所白糖收盘价环比下跌（元/吨）.....	11
图 25：2025 年 10 月猪肉进口量 7.00 万吨.....	11
图 26：2025 年 10 月鸡肉进口量 0.71 万吨.....	11
图 27：2025 年 10 月全国工业饲料总产量为 2907 万吨.....	11
表 1：农业个股涨跌幅排名：好当家、西王食品、生物股份领涨.....	7
表 2：本周白羽鸡、牛肉、玉米等农产品价格环比上涨.....	8

1、周观察：散户大体重猪短期出栏压力偏大，行业能繁去化延续

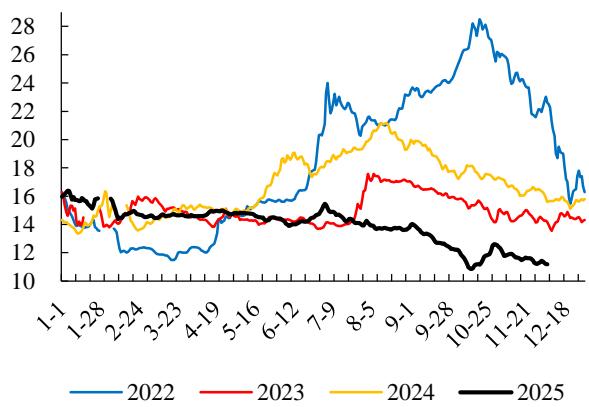
集团年度计划完成压力或偏小，散户大体重猪短期出栏压力偏大，行业能繁去化延续。据涌益咨询，截至 2025 年 12 月 5 日，全国生猪均价 11.19 元/公斤，周环比-0.08 元/公斤，同比-4.40 元/公斤，涌益样本生猪屠宰量略高于 2023 年同期。

集团方面，部分头部猪企已披露 11 月销售简报，牧原股份、温氏股份 2025 年商品猪出栏目标分别为 7200-7800、3300-3500 万头，其 2025 年 11 月商品猪出栏分别为 660、346 万头，1-11 月累计出栏分别为 7100、3189 万头，因此牧原股份、温氏股份 12 月生猪出栏仅需 700、300 万头便可完成年度出栏目标上限，头部集团年前出栏压力并不大。

从均重看散户出栏压力短期偏大，但压力已在持续释放中。截至 2025 年 12 月 4 日，涌益样本生猪出栏均重 129.82 公斤/头，周环比+0.60 公斤/头，同比+2.47 公斤/头，其中集团出栏均重 124.71 公斤/头，周环比+0.16 公斤/头，散户出栏均重 146.08 公斤/头，0.91 公斤/头，散户出栏占比提升至 23.90%，周环比+1.25pct。冬季消费偏好大猪，行业出栏均重整体上移。散户均重偏高，当前猪价以难以覆盖散户 130kg 以上体重段的增重成本，散户恐慌情绪转浓加速出栏。2025 年 11 月 20-30 日行业二育栏舍利用率 42.2%，环比-8.5 pct，同比+3.8 pct。

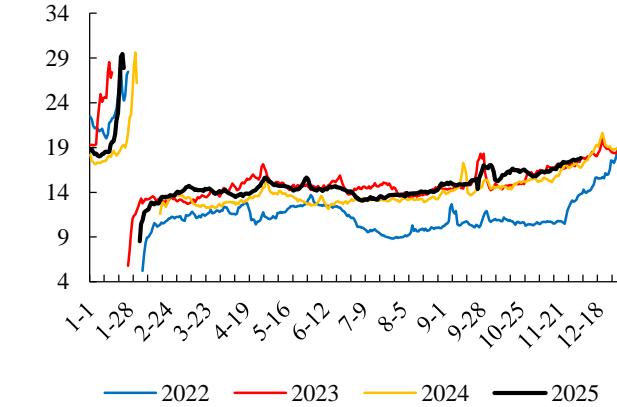
整体看，生猪年前需求向上供给增量有限，行业能繁去化延续。年前集团出栏压力偏小，散户阶段性释放大体重出栏压力后行业出栏均重或快速下移。涌益样本 12 月计划较 11 月实际销售+4.64%，需求旺季猪价有支撑。涌益样本 11 月能繁存栏环比-0.14%，猪价低位运行带动行业能繁持续去化，即使春节旺季猪价阶段性上移亦难改能繁去化大势。

图1：年末猪价存在供需双重支撑(元/公斤)

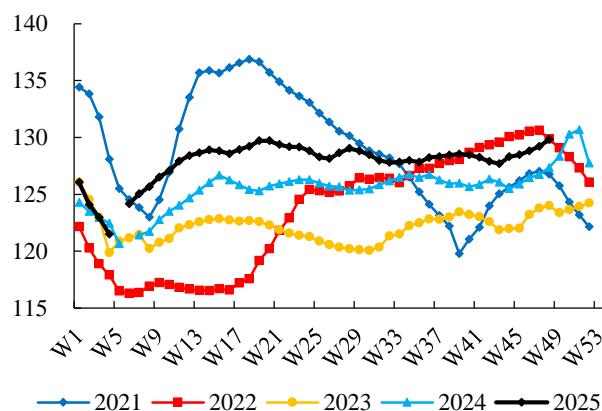


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图2：涌益样本生猪屠宰量略高于 2023 年同期 (万头)



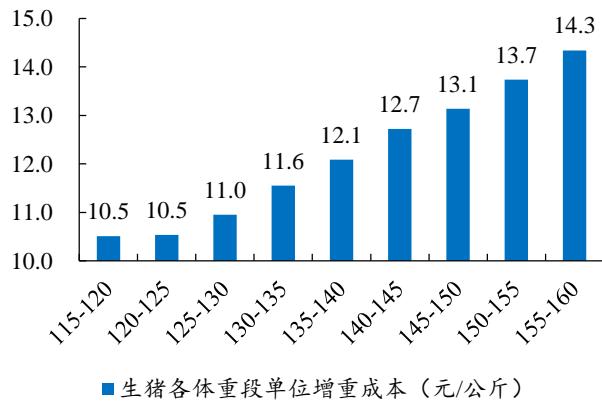
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图3：大猪消费旺季，行业出栏均重抬升（公斤/头）


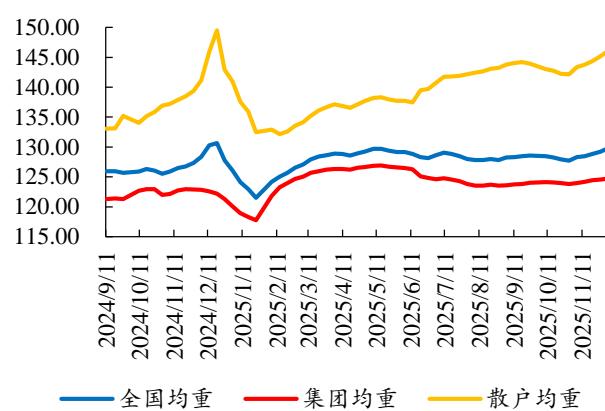
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图5：2025年11月20-30日行业二育栏舍利用率42.2%

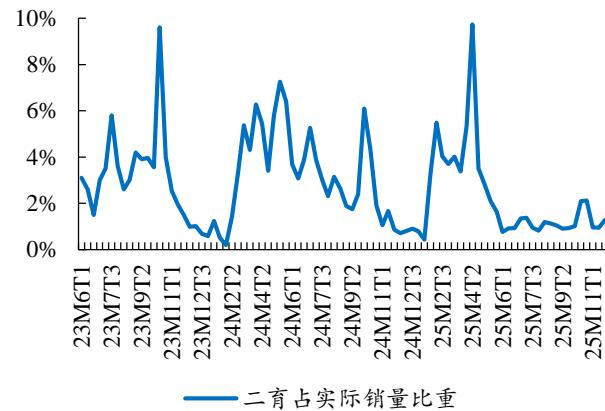

数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图7：130kg以上生猪增重成本已高于当前猪价


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图4：行业散户生猪出栏均重偏高（公斤/头）


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图6：二育进场保持谨慎


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图8：涌益样本11月能繁存栏环比-0.14%


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

2、周观点：生猪养殖亏损去化或加速，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

生猪：生猪及仔猪均陷亏损，生猪去化或加速。猪价持续下行创年内新低，生猪养殖亏损幅度逐步加深。仔猪价格跌破成本线，生猪及仔猪同步亏损或加快母猪淘汰节奏，此外叠加农业农村部去产能调控政策、环保监管趋严及冬季非瘟高发等因素驱动，生猪主被动去化有望加速，生猪板块或进入黄金布局时点。重点推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

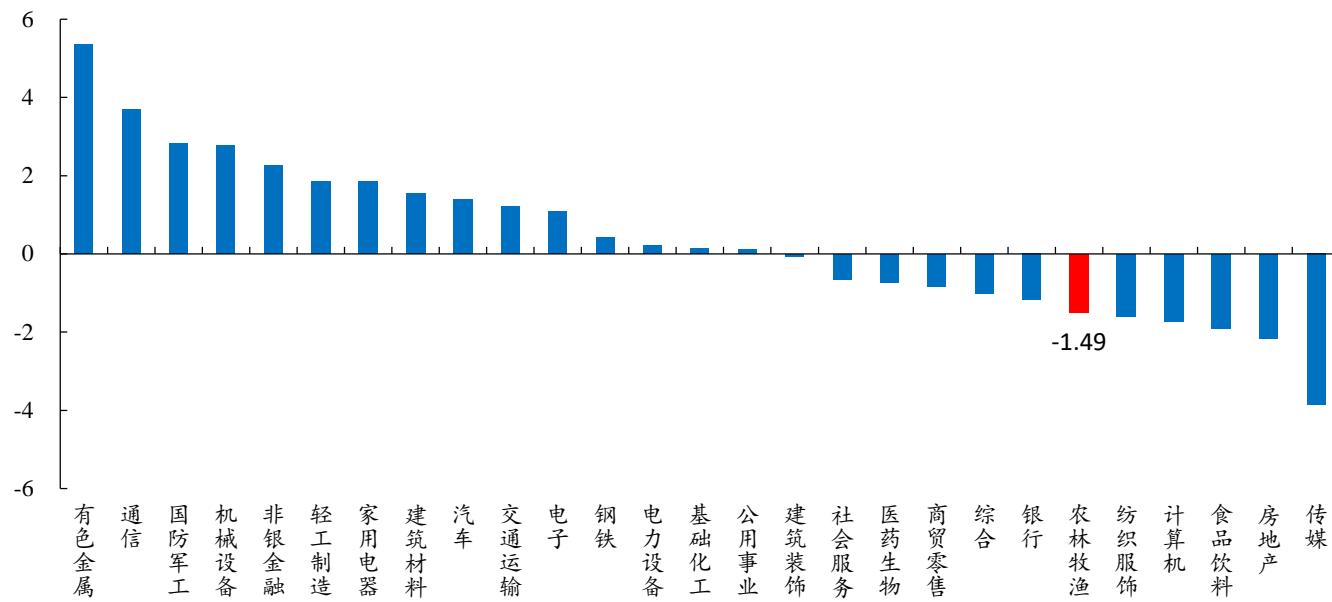
饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。国内方面，2010-2024年我国饲料产量由1.62亿吨提升至3.15亿吨，CAGR达4.86%，总产值由0.49万亿元提升至1.26万亿元，CAGR达6.94%。猪料及禽料占我国饲料产量达87%，伴随国内生猪存栏恢复及禽类消费回暖，国内饲料生产有望改善。海外方面，亚太、拉美饲料行业规模大且景气度高，非洲有望在低基数上实现高增长，肉鸡料景气度领先，预计海外饲料强劲需求对价格存在支撑。推荐标的：海大集团、新希望等。

转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。2024年1月18日，农业部发布《2023年农业转基因生物安全证书批准清单（三）》，多项转基因玉米、大豆作物首次获发生产应用安全证书。种业振兴配套政策不断完善，行业龙头企业有望率先受益，推荐具备转基因技术优势的大北农；国内玉米传统育种技术龙头企业登海种业；基本面边际改善的隆平高科。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。2024年城镇犬猫消费市场规模3002亿元，同比+7.5%，预计2025-2027年市场规模增速保持10%以上。据欧睿数据，2025年中国宠物食品市场规模有望突破600亿人民币，2025-2028年中国宠物食品市场规模CAGR达9.64%。国内宠物主消费态度趋于理性化，单宠消费投入持续升级，叠加宠物食品进出口关税壁垒加剧，国货崛起逻辑持续强化。推荐标的：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

3、本周市场表现（12.01-12.05）：农业跑输大盘 1.86 个百分点

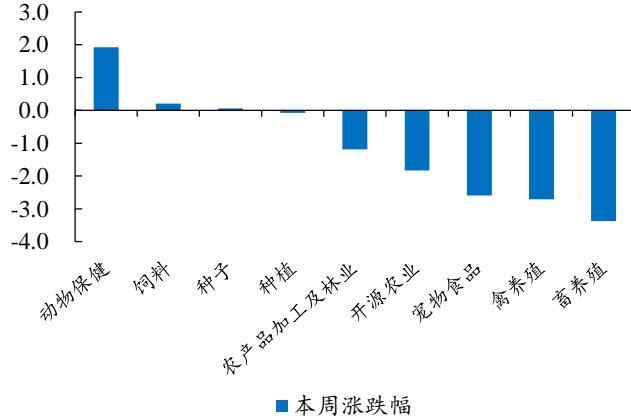
本周上证指数上涨0.37%，农业指数下跌1.49%，跑输大盘1.86个百分点。子板块来看，动物保健板块领涨。个股来看，好当家（+16.15%）、西王食品（+10.26%）、生物股份（+9.66%）领涨。

图9：本周农业指数下跌 1.49 (%)


数据来源：iFinD、开源证券研究所

图10：本周农业指数跑输大盘 1.86 个百分点


数据来源：iFinD、开源证券研究所

图11：本周动物保健板块领涨 (%)


数据来源：iFinD、开源证券研究所

表1：农业个股涨跌幅排名：好当家、西王食品、生物股份领涨

前 15 名			后 15 名		
600467.SH	好当家	16.15%	688098.SH	申联生物	-4.05%
000639.SZ	西王食品	10.26%	002100.SZ	天康生物	-4.13%
600201.SH	生物股份	9.66%	000702.SZ	正虹科技	-4.15%
002548.SZ	金新农	8.99%	002234.SZ	民和股份	-4.19%
603668.SH	天马科技	8.31%	002891.SZ	中宠股份	-4.24%
600257.SH	大湖股份	6.78%	603477.SH	巨星农牧	-4.53%
000735.SZ	罗牛山	6.25%	300967.SZ	晓鸣股份	-4.58%
603718.SH	海利生物	5.74%	300498.SZ	温氏股份	-5.03%
600313.SH	农发种业	3.94%	603336.SH	宏辉果蔬	-5.04%
001313.SZ	粤海饲料	3.69%	300673.SZ	佩蒂股份	-5.31%
600127.SH	金健米业	3.64%	002458.SZ	益生股份	-5.33%
600108.SH	亚盛集团	3.22%	000048.SZ	京基智农	-5.56%
600195.SH	中牧股份	2.83%	300511.SZ	雪榕生物	-6.25%
600189.SH	泉阳泉	2.36%	000798.SZ	中水渔业	-6.51%
600265.SH	ST 景谷	2.06%	603363.SH	傲农生物	-6.52%

数据来源：iFinD、开源证券研究所；注：截至 2025 年 12 月 05 日

4、本周重点新闻（12.01-12.05）：财政部关于印发《生猪（牛羊）调出大县奖励资金管理办法》的通知

财政部：财政部关于印发《生猪（牛羊）调出大县奖励资金管理办法》的通知。
 财政部印发修订后的《生猪（牛羊）调出大县奖励资金管理办法》，旨在规范管理、提升资金效益，以稳定生猪产能和牛羊基础生产。奖励资金包括生猪调出大县奖励、牛羊调出大县奖励及省级统筹奖励三部分。资金分配坚持“奖励生产、促进流通、多调多奖、注重实效”原则，生猪奖励面向全国调出量前 500 名县，牛羊奖励面向前 100 名县，均依据调出量（权重 50%）、出栏量和存栏量等因素核定。省级统筹资金分配将考量各省生产数据，并对能繁母猪存栏处于红色区域的省份暂停安排。资金严禁用于楼堂馆所等禁止类支出，要求及时下达、专款专用。（财政部）

农业农村部：农业农村部部署开展冬季全国农作物种子监督检查。农业农村部在全国范围内部署开展冬季农作物种子监督检查，并派出工作组赴重点地区进行督促指导。本次检查聚焦玉米、水稻、大豆、棉花、蔬菜等重点作物以及国家救灾备荒储备种子，重点核查种子企业生产经营资质、种子质量、标签标注、品种真实性等内容，依法严厉查处无证生产经营、假劣种子、套牌侵权等违法违规行为，同时继续开展网络平台售种专项整治，严防不合格及非法种子流入市场，切实保障农业生产用种安全，有力支撑粮油作物大面积单产提升。（农业农村部）

农业农村部：农业农村部部署互联网经营农药专项治理行动。农业农村部制定印发《2026 年互联网经营农药专项治理行动方案》，联合有关方面依法整顿互联网经营农药市场秩序，严查互联网农药经营资质，规范农药产品信息展示，强化互联网交易第三方平台责任，以专项治理行动规范互联网经营农药行为，推动构建监管长效机制。（农业农村部）

5、本周价格跟踪（12.01-12.05）：本周白羽鸡、牛肉、玉米

等农产品价格环比上涨

表2：本周白羽鸡、牛肉、玉米等农产品价格环比上涨

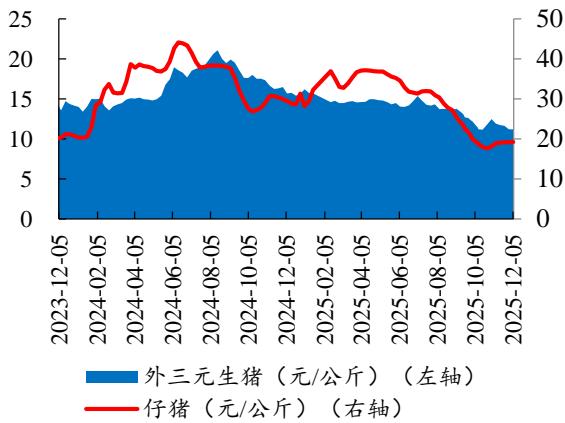
分类	项目	本周价格	周环比	前一周价格	周环比	前两周价格	周环比
生猪	生猪价格 (元/公斤)	11.20	0.09%	11.19	-3.87%	11.64	-0.77%
	仔猪价格 (元/公斤)	19.26	0.36%	19.19	0.21%	19.15	0.42%
	生猪养殖利润：自繁自养 (元/头)	-167.69	-13.32%	-147.99	-8.90%	-135.90	-18.37%
	生猪养殖利润：外购仔猪 (元/头)	-259.39	-4.25%	-248.82	-6.05%	-234.63	-14.10%
白羽鸡	鸡苗价格 (元/羽)	3.49	0.58%	3.47	-0.29%	3.48	-0.29%
	毛鸡价格 (元/公斤)	7.27	1.11%	7.19	0.56%	7.15	0.42%
	毛鸡养殖利润 (元/羽)	-0.62	27.91%	-0.86	12.24%	-0.98	-3.16%
	父母代种鸡养殖利润 (元/羽)	0.74	2.78%	0.72	-1.37%	0.73	-1.35%
黄羽鸡	中速鸡价格 (元/公斤)	11.55	-1.70%	11.75	-0.84%	11.85	-2.47%
牛肉	牛肉价格 (元/公斤)	66.42	0.05%	66.39	-0.27%	66.57	-0.06%
水产品	草鱼价格 (元/公斤)	16.19	0.68%	16.08	-0.25%	16.12	-0.12%
	鲈鱼价格 (元/公斤)	19.50	0.00%	19.50	-6.25%	20.80	0.00%
	对虾价格 (元/公斤)	27.50	10.00%	25.00	-10.71%	28.00	0.00%
大宗农产品	玉米期货价格 (元/吨)	2297.00	2.50%	2241.00	2.66%	2183.00	0.05%
	豆粕期货价格 (元/吨)	2390.00	-2.81%	2459.00	1.32%	2427.00	-0.94%
	ICE11号糖期货价格 (美分/磅)	14.82	-2.56%	15.21	5.41%	14.43	1.48%
	郑商所糖期货价格 (元/吨)	5303.00	-1.80%	5400.00	0.88%	5353.00	-1.00%

数据来源：iFinD、开源证券研究所

注：草鱼价格数据更新滞后一周；红色数字表示环比上涨，绿色数字表示环比下跌，黄色数字表示无变动

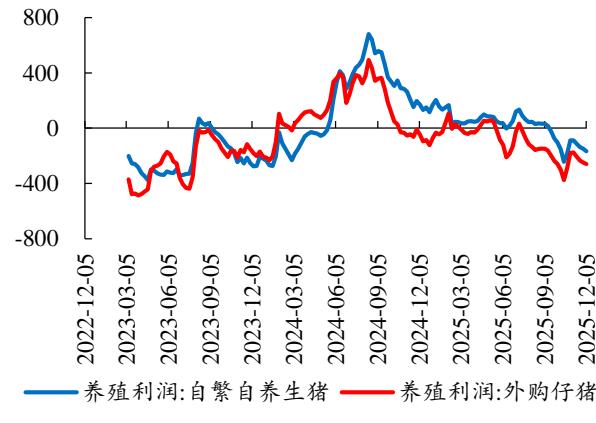
生猪养殖：12月5日全国外三元生猪均价为11.2元/kg，较上周上涨0.01元/kg；仔猪均价为19.26元/kg，较上周上涨0.07元/kg；白条肉均价15.11元/kg，较上周下跌0.04元/kg。12月5日猪料比价为3.37:1。自繁自养头均利润-167.69元/头，环比-19.71元/头；外购仔猪头均利润-259.39元/头，环比-10.57元/头。

图12：本周外三元生猪价格环比上涨



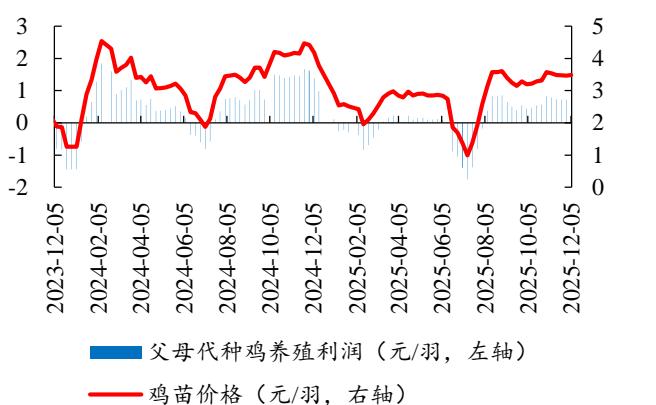
数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

图13：本周生猪自繁自养利润环比下跌

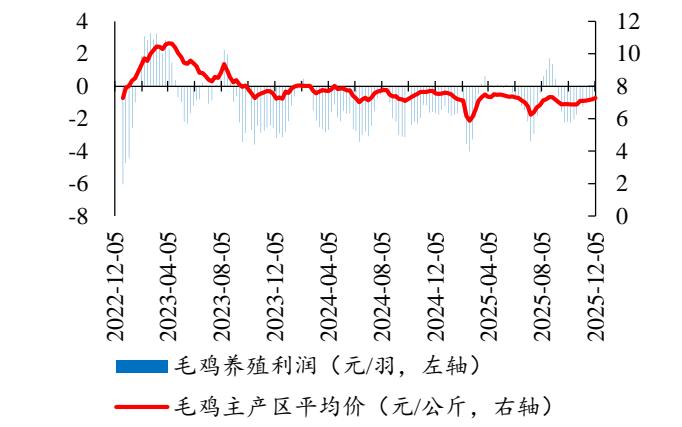


数据来源：iFinD、开源证券研究所

白羽肉鸡：本周鸡苗均价3.49元/羽，环比+0.58%；毛鸡均价7.27元/公斤，环比+1.11%；毛鸡养殖利润-0.62元/羽，环比+0.24元/羽。

图14：本周鸡苗均价环比上涨


数据来源：iFinD、开源证券研究所

图15：本周毛鸡主产区均价环比上涨


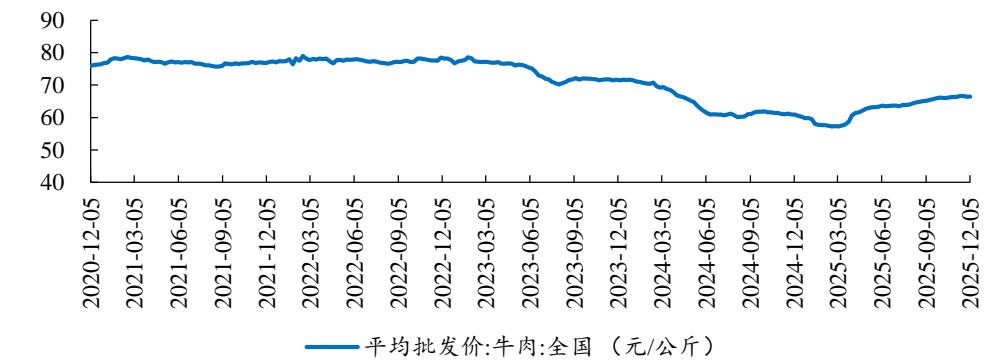
数据来源：iFinD、开源证券研究所

黄羽肉鸡：12月5日中速鸡均价11.55元/公斤，环比-0.20元/公斤。

图16：本周黄羽肉鸡价格环比下跌

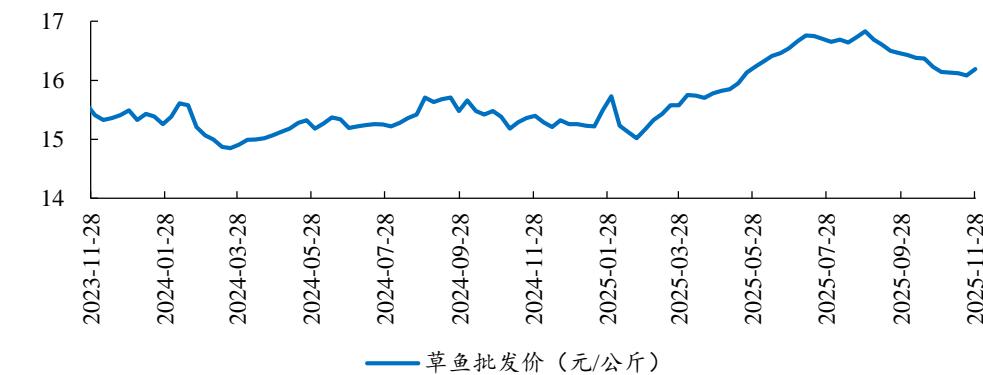

数据来源：iFinD、开源证券研究所

牛肉：12月5日牛肉均价66.42元/公斤，环比上周上涨0.03元/公斤。

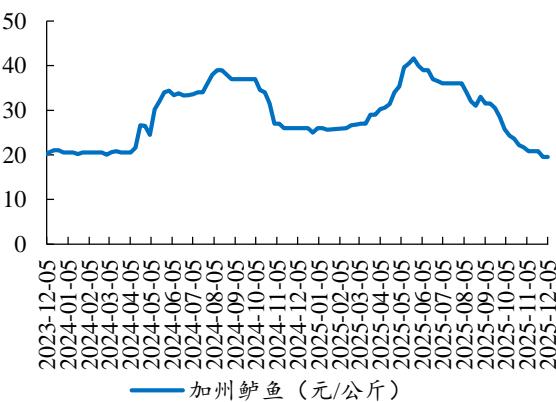
图17：本周牛肉价格环比上涨


数据来源：新牧网、开源证券研究所

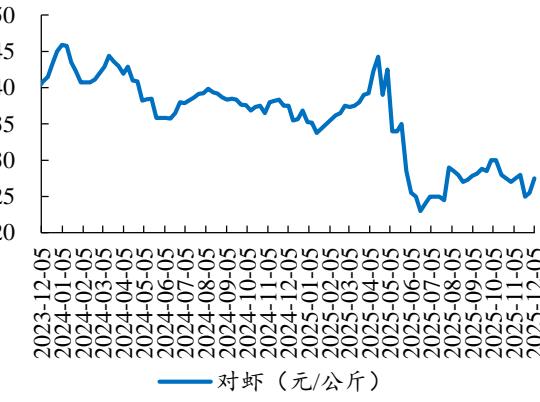
水产品：上周草鱼价格16.19元/公斤，环比+0.68%；据海大农牧数据，12月5日鲈鱼价格19.50元/公斤，环比0.00%；12月4日对虾价格27.50元/公斤，环比+10.00%。

图18：11.24-11.28 草鱼价格环比上涨


数据来源：iFinD、开源证券研究所；注：草鱼价格滞后一周

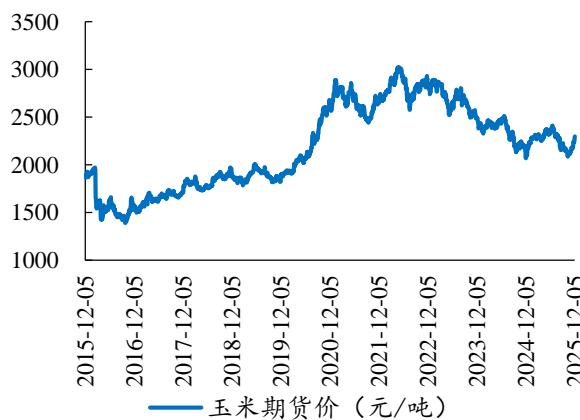
图19：12月5日鲈鱼价格持平


数据来源：海大农牧、开源证券研究所

图20：12月5日对虾价格环比上涨


数据来源：海大农牧、开源证券研究所

大宗农产品：本周大商所玉米期货结算价为 2297.00 元/吨，周环比+2.50%；豆粕期货活跃合约结算价为 2390.00 元/吨，周环比-2.81%。

图21：本周玉米期货结算价环比上涨


数据来源：iFinD、开源证券研究所

图22：本周豆粕期货结算价环比下跌


数据来源：iFinD、开源证券研究所

糖：NYBOT11号糖 12月5日收盘价 14.82 美分/磅，周环比-2.56%。国内糖价，郑商所白砂糖期货 12月5日收盘价 5303.00 元/吨，周环比-1.80%。

图23：本周 NYBOT11 号糖环比下跌（美分/磅）


数据来源：iFinD、开源证券研究所

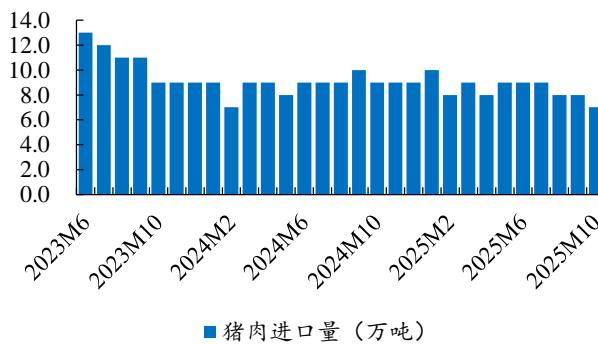
图24：本周郑商所白糖收盘价环比下跌（元/吨）


数据来源：iFinD、开源证券研究所

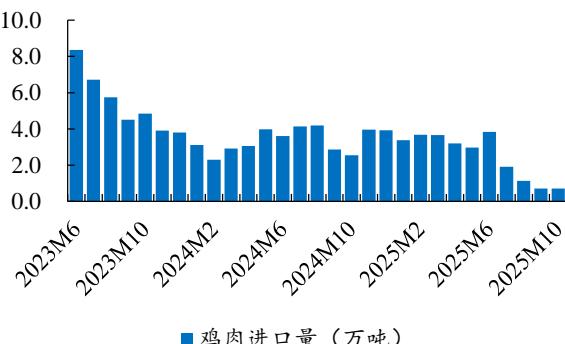
6、主要肉类进口量

猪肉进口：据海关总署数据，2025年10月猪肉进口7.00万吨，同比-21.1%。

鸡肉进口：据海关总署数据，2025年10月鸡肉进口0.71万吨，同比-72.1%。

图25：2025年10月猪肉进口量 7.00 万吨


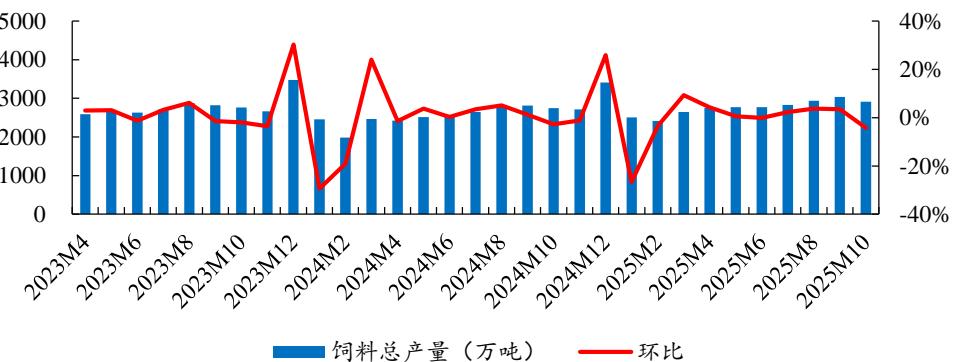
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图26：2025年10月鸡肉进口量 0.71 万吨


数据来源：海关总署、开源证券研究所

7、饲料产量

据中国饲料工业协会，2025年10月全国工业饲料产量2907万吨，环比-4.2%。

图27：2025年10月全国工业饲料总产量为 2907 万吨


数据来源：饲料工业协会、开源证券研究所

8、风险提示

宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

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R4（中高风险），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

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	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	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	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提供。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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn