

2026年05月26日

周期底部政策持续加码，拐点或渐行渐近

——生猪行业月报（4月1日-4月30日）

投资评级：看好（维持）

投资要点：

证券分析师

雷轶

SAC: S1350524110001

leiyi@huayuanstock.com

冯佳文

SAC: S1350524120003

fengjiawen@huayuanstock.com

顾超

SAC: S1350524110005

guchao@huayuanstock.com

联系人

李冉

liran02@huayuanstock.com

板块表现：



- **行业整体出栏环比微增、销售达成计划，边际改善信号显现。**4月行业整体出栏量延续增长态势，涌益样本企业合计出栏量环比+3%、销售进度达成预期，上市猪企样本合计出栏1991万头、同比+7%。但4月涌益新生仔猪同比仅+0.56%，增速已明显放缓，说明供给端最宽松阶段或已过去，后续出栏压力虽仍在，但边际上已有缓和迹象。
- **猪价跌至十余年新低，前期产能积压叠加淡季抛售双重压力，行业利润进入深度亏损区间。**4月涌益全国均价9.33元/kg（同环比分别为-37%、-6%），由于淡季消费偏弱与阶段性出栏抛压影响，前期高位产能尚未完成实质出清、行业供需宽松矛盾在淡季进一步显化。4月自繁自养头均盈利跌至-398元，外购仔猪头均亏损亦降至-243元/头，亏损比例处于历史极值区间，现金持续净流出。仔猪价格提前回落，补栏情绪趋于谨慎，行业现金流持续流失或将继续倒逼低效产能加快出清。
- **肥标价差收敛回落，二育入场意愿回暖。**4月肥标价差环比降至0.58元/kg，二育栏舍利用率回升至35%，二育补栏已经逐步回暖至中位水平区间，4月中猪价探底回升后市场对于未来猪价走势情况仍旧保持乐观预期，养殖端希望通过延长饲养周期获取超额收益，但后续二育栏舍利用率能否持续回升仍旧有待观察。
- **母猪价格跌幅明显，低效产能去化有望进一步提速。**4月50kg二元母猪价格走弱至1404元/头（同比-14%，环比-8%），新增母猪补充意愿明显走弱。河南地区淘汰母猪报价4.20元/斤（同比-31%、环比+2%）。行业母猪端已经从“新增减少”走向“主动优化”，低效产能去化逻辑正持续深化。
- **产能去化信号明显，政策加码或将加速出清。**涌益样本4月能繁母猪存栏环比-0.1%。截至2026年3月，全国能繁母猪存栏降至3904万头；生猪产能综合调控实施方案（2026年修订）的出台明确正常保有量目标下调至3750万头。5月18日召开的全国生猪产业调控专项工作会议再次传达了主管部门对于产能硬性调控的各项决策部署。行业产能调控目标或在未来一年左右的时间达成，推动生猪价格的合理回升。
- **投资建议：**周期底部特征进一步强化，左侧布局窗口或已经到来。4月猪价十余年新低或已确认周期底部，行业利润处于深度亏损区间，自繁自养已处于现金净流出状态，与此同时，仔猪价格提前回落、母猪补栏意愿持续走弱，表明养殖端对后续价格与盈利的预期仍在下修。叠加政策端持续加码产能调控，行业有望由缓慢去化进一步走向加速出清。产业高质量发展势在必行，行业经营方差显著，成本领先、联农带农的企业或将享受超额利润与估值溢价。推荐“平台+生态”模式代表、技术驱动、服务型的生态平台公司德康农牧，建议关注优质生猪养殖龙头牧原股份、温氏股份等，以及天康生物、立华股份、中粮家佳康等。
- **风险提示。**养殖产品价格波动风险、突发大规模不可控疫病、重大食品安全事件、宏观经济系统性风险、极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价。

内容目录

1. 出栏量：4月出栏量环比微增，宽松供给格局延续	5
1.1. 行业生猪销量：4月销售达成计划，未来供应或仍偏宽松	5
1.2. 上市猪企出栏量：4月总量同比缓增，产能调控见成效	6
2. 猪价与利润：猪价再破新低，行业利润深度承压	10
2.1. 供应充裕叠加节后抛压，利润进入深度亏损区间	10
2.2. 亏损持续传导，仔猪补栏情绪理性收缩	11
2.3. 肥标价差收敛回落，二育入场有所回暖	12
2.4. 母猪价格跌幅明显，低效产能持续加速去化	13
2.5. 上市猪企销售价格同比偏低	14
3. 产能：去化加速或将发生，产能调控政策持续加码	15
3.1. 第三方样本能繁存栏下降，去化持续演绎	15
3.2. 官方能繁存栏基准下调，政策调控加码	16
4. 投资建议：周期底部特征明显，建议重点关注低成本龙头	17
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1: 涌益样本实际出栏量	5
图表 2: 涌益样本计划出栏量	5
图表 3: 涌益样本出栏完成比例与计划销售变动	5
图表 4: 涌益样本新生仔猪估算同环比变化	6
图表 5: 涌益样本出栏量估算同环比变化	6
图表 6: 统计局全国季度生猪出栏量	6
图表 7: 样本企业最新月度出栏量及同比变化	7
图表 8: 牧原股份出栏量	7
图表 9: 温氏股份出栏量	7
图表 10: 新希望出栏量	7
图表 11: 德康农牧出栏量	7
图表 12: 正邦科技出栏量	8
图表 13: 天邦食品出栏量	8
图表 14: 唐人神出栏量	8
图表 15: 中粮家佳康出栏量	8
图表 16: 大北农出栏量	8
图表 17: 巨星农牧出栏量	8
图表 18: 天康生物出栏量	9
图表 19: 华统股份出栏量	9
图表 20: 神农集团出栏量	9
图表 21: 傲农生物出栏量	9
图表 22: 京基智农出栏量	9
图表 23: 金新农出栏量	9
图表 24: 新五丰出栏量	10
图表 25: 东瑞股份出栏量	10
图表 26: 涌益月度猪价及利润	10
图表 27: 涌益仔猪价格	11
图表 28: 仔猪价格 (元/头)	11
图表 29: 仔猪盈利 (元/头)	11

图表 30: 175kg 与标猪价差及同比绝对变化 (元/kg)	12
图表 31: 涌益肥标价差 (元/kg)	12
图表 32: 涌益二育栏舍利用率	13
图表 33: 涌益母猪价格	13
图表 34: 涌益河南地区淘汰母猪价格 (元/斤)	14
图表 35: 上市公司销售价格	14
图表 36: 涌益样本能繁存栏量及同环比变化	15
图表 37: 国家统计局能繁母猪存栏量	17
图表 38: 统计局生猪存栏	17

1. 出栏量：4 月出栏量环比微增，宽松供给格局延续

1.1. 行业生猪销量：4 月销售达成计划，未来供应或仍偏宽松

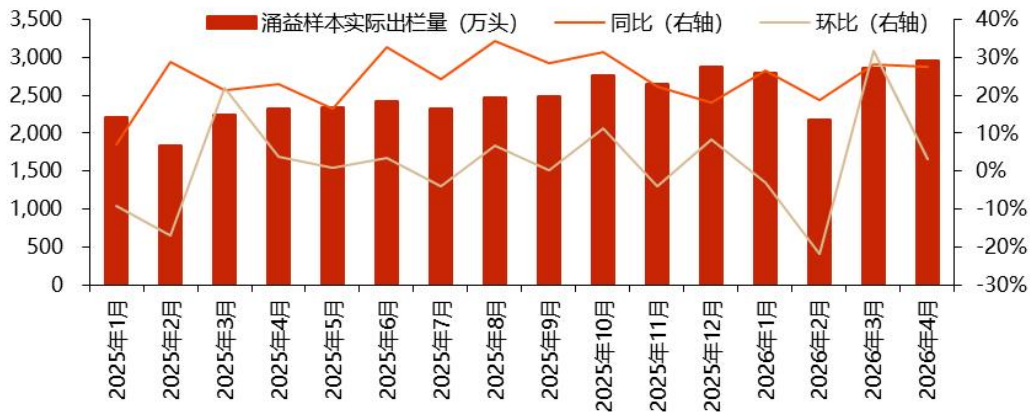
4 月行业销售量环比微增，达成预期计划。2026 年 4 月，涌益样本实际出栏量为 2959 万头，同比+28%，环比+3%，完成计划出栏量的 100%。

5 月计划销售量与 4 月计划销量持平微减，5 月计划销量较 4 月实际完成量环比微减 3%。2026 年 5 月涌益样本计划出栏量为 2878 万头，同比+22%，环比-3%。

新生仔猪 4 月同比仍保持正向微增，未来半年内出栏供应或仍偏宽松，但压力有所缓和。根据涌益样本数据估算，4 月新生仔猪同比+0.56%、环比+0.52%，边际层面 10 月或成为需求旺季，但对应到 26 年 2-10 月商品肉猪的月度理论出栏量预计仅 5 月和 10 月分别环比下降 1.6%、0.53%；其余月份均环比微增，26H1 商品肉猪的理论合计出栏量估算或同比+7.94%，上半年宽松格局或较为确定。

官方数据层面，2026 年 3 月统计局口径全国生猪出栏为 20,026 万头，同比+2.82%，行业供应持续增长。

图表 1：涌益样本实际出栏量



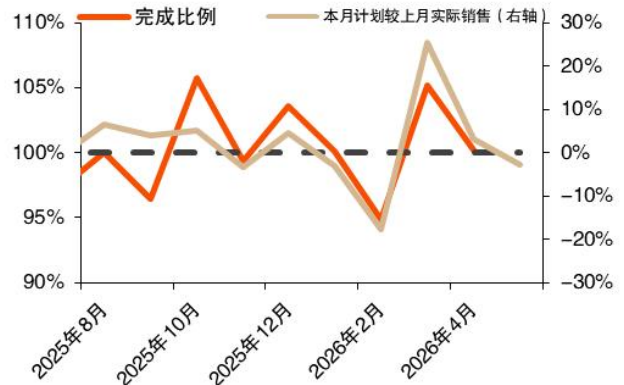
资料来源：涌益咨询，华源证券研究所

图表 2：涌益样本计划出栏量



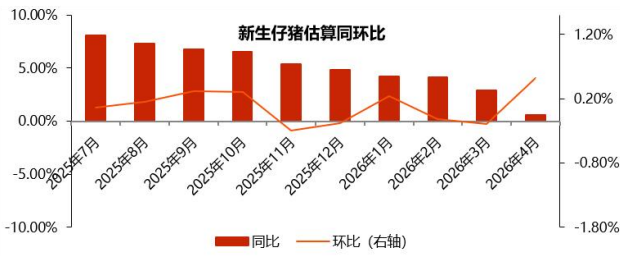
资料来源：涌益咨询，华源证券研究所

图表 3：涌益样本出栏完成比例与计划销售变动



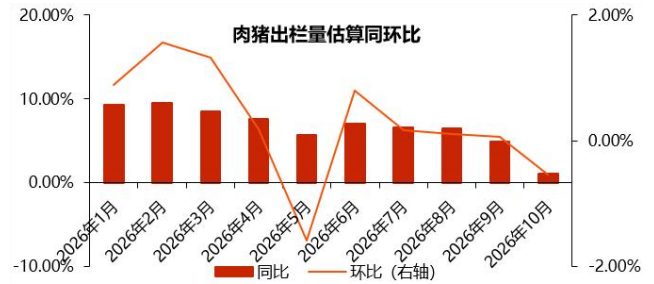
资料来源：涌益咨询，华源证券研究所

图表 4：涌益样本新生仔猪估算同环比变化



资料来源：涌益咨询，华源证券研究所测算

图表 5：涌益样本出栏量估算同环比变化



资料来源：涌益咨询，华源证券研究所测算

图表 6：统计局全国季度生猪出栏量



资料来源：IFIND，华源证券研究所

1.2. 上市猪企出栏量：4月总量同比缓增，产能调控见成效

2026年4月，样本企业销售生猪总量超1900万头、同比约+7%，上市猪企整体出栏延续微增长态势。部分企业如正邦科技、巨星农牧、傲农生物出现同比增幅超50%的大幅度增长；而牧原股份、新希望、大北农等5家企业出栏量同比为负，宏观产能调控成效逐步显现。

图表 7：样本企业最新月度出栏量及同比变化

公司名称	4 月出栏量 (万头)	yoy
牧原股份	765	-6%
温氏股份	364	15%
新希望	136	-15%
德康农牧	112	20%
正邦科技	104	71%
天邦食品	67	42%
新五丰	64	-6%
唐人神	55	27%
中粮家佳康	60	26%
大北农	48	-20%
巨星农牧	50	51%
天康生物	29	17%
华统股份	25	21%
神农集团	32	40%
傲农生物	23	71%
京基智农	26	40%
金新农	15	37%
东瑞股份	16	-4%
总计	1,991	7%

资料来源：IFIND，华源证券研究所

注：因公司数据披露口径变化，对未披露的仔猪销量数据以历史数据为预估数据

图表 8：牧原股份出栏量



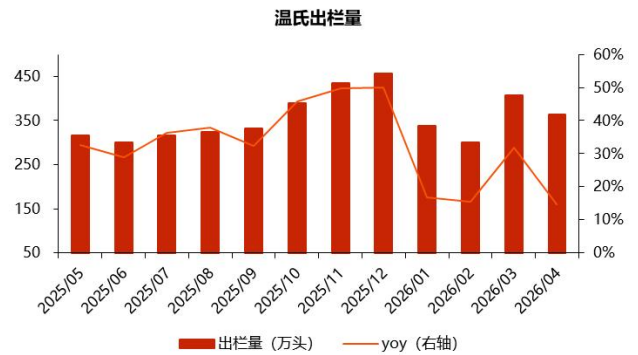
资料来源：IFIND，华源证券研究所（注：仔猪数据为预估）

图表 10：新希望出栏量



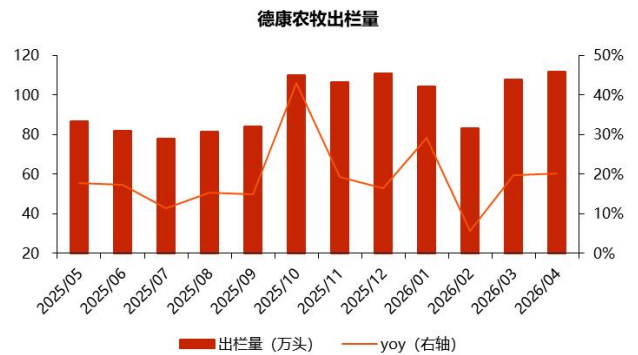
资料来源：IFIND，华源证券研究所

图表 9：温氏股份出栏量



资料来源：IFIND，华源证券研究所（注：仔猪数据为预估）

图表 11：德康农牧出栏量



资料来源：IFIND，华源证券研究所（注：仔猪数据为预估）

图表 12: 正邦科技出栏量



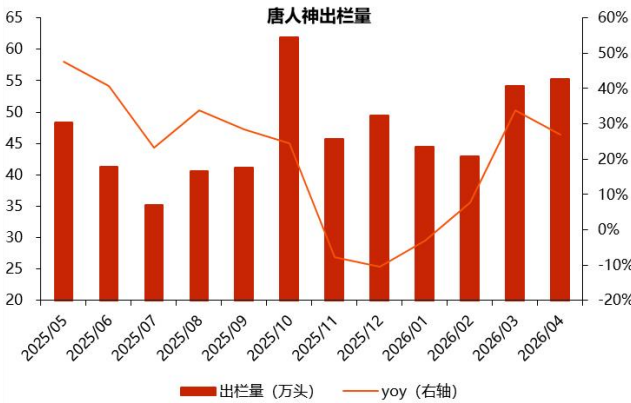
资料来源: IFIND, 华源证券研究所

图表 13: 天邦食品出栏量



资料来源: IFIND, 华源证券研究所

图表 14: 唐人神出栏量



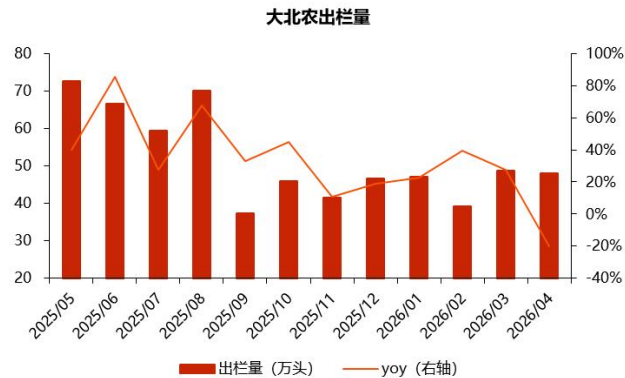
资料来源: IFIND, 华源证券研究所

图表 15: 中粮家佳康出栏量



资料来源: IFIND, 华源证券研究所 (注: 26年1-2月数据平均拆分到1月与2月)

图表 16: 大北农出栏量



资料来源: IFIND, 华源证券研究所 (注: 仔猪数据为预估)

图表 17: 巨星农牧出栏量



资料来源: IFIND, 华源证券研究所 (注: 仔猪数据为预估)

图表 18: 天康生物出栏量



资料来源: IFIND, 华源证券研究所

图表 19: 华统股份出栏量



资料来源: IFIND, 华源证券研究所 (注: 2月数据暂未公布)

图表 20: 神农集团出栏量



资料来源: IFIND, 华源证券研究所

图表 21: 傲农生物出栏量



资料来源: IFIND, 华源证券研究所

图表 22: 京基智农出栏量



资料来源: IFIND, 华源证券研究所

图表 23: 金新农出栏量



资料来源: IFIND, 华源证券研究所

图表 24: 新五丰出栏量



资料来源: IFIND, 华源证券研究所

图表 25: 东瑞股份出栏量



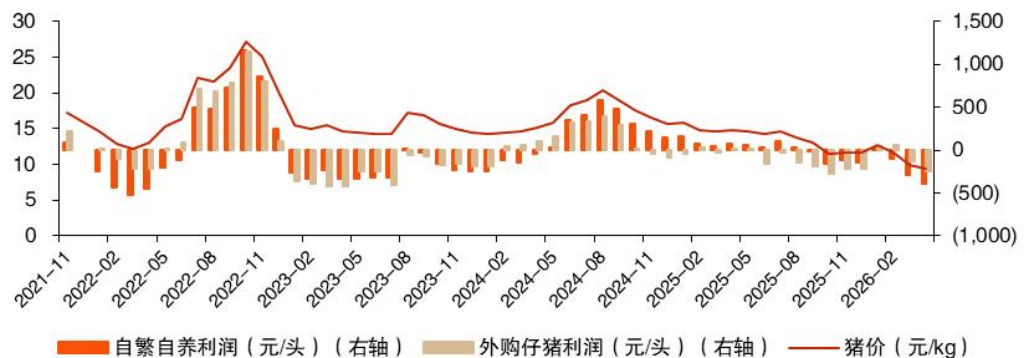
资料来源: IFIND, 华源证券研究所

2. 猪价与利润: 猪价再破新低, 行业利润深度承压

2.1. 供应充裕叠加节后抛压, 利润进入深度亏损区间

4月猪价再度探底, 月度均价达到2010年4月以来历史最低, 同环比降幅分别为-37%、-6%, 行业持续深度亏损。4月涌益口径全国均价9.33元/kg, 主要因供给充裕叠加消费淡季抛压冲击。行业利润自25年9月转负以来, 自繁自养头均盈利在26年4月跌至-398元, 处于现金净流出状态, 行业已由利润收缩阶段进一步进入现金流承压阶段。外购仔猪利润在4月跌至-243元/头。预计26H1生猪出栏压力明显, 在短期抛压减弱后或有反弹, 但上行空间受限; 若后续猪价未能有效修复, 行业现金流压力仍将继续向低效产能和高成本主体传导。

图表 26: 涌益月度猪价及利润



资料来源: 涌益咨询, 华源证券研究所

2.2. 亏损持续传导，仔猪补栏情绪理性收缩

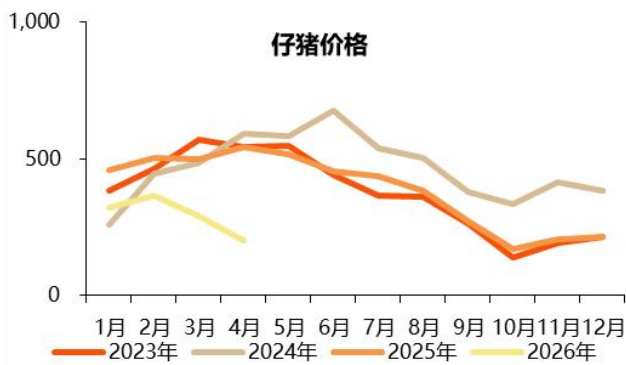
4月仔猪价格持续回落，补栏情绪趋向谨慎理性。2026年4月7kg仔猪价格202元/头，同比-63%，环比-30%，同期外售仔猪的头均利润水平降至-65.8元/头。从年后至二季度仔猪价格持续下探，仔猪盈利在4月出现转负；行业补栏节奏相比较往年同期趋向缓慢，传统补栏旺季并未形成持续性承接，养殖户对后续出栏价格预期趋于谨慎，补栏决策由此前的季节性扩张转向利润约束下的理性收缩，行业对后续市场的悲观预期已开始持续向上游传导，行业或面临商品猪与仔猪价格同步承压的局面。

图表 27：涌益仔猪价格



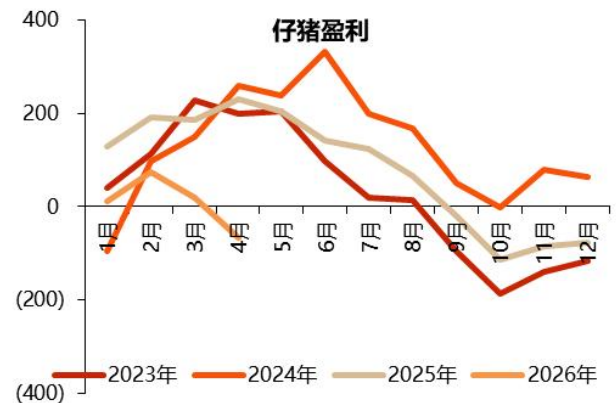
资料来源：涌益咨询，华源证券研究所

图表 28：仔猪价格（元/头）



资料来源：涌益咨询，华源证券研究所

图表 29：仔猪盈利（元/头）



资料来源：涌益咨询，华源证券研究所

2.3. 肥标价差收敛回落，二育入场有所回暖

肥标价差持续回落，已经显现走低趋势。4月肥标价差环比略降至0.58元/kg，但价差同比增长了0.29元/kg，5月（截至2026/5/19）价差均值进一步回落至0.30元/kg。根据历史走势，肥标价差在春节前后走扩，后伴随节后消费回落和大体重猪出清逐步收敛回落；但今年相较往年，已经提前开始出现“先扩后收”特征，2026年目前整体趋势呈现先扩后收特征，但收拢节奏相较以往较快，通过压栏增重获得超额收益的空间收窄。

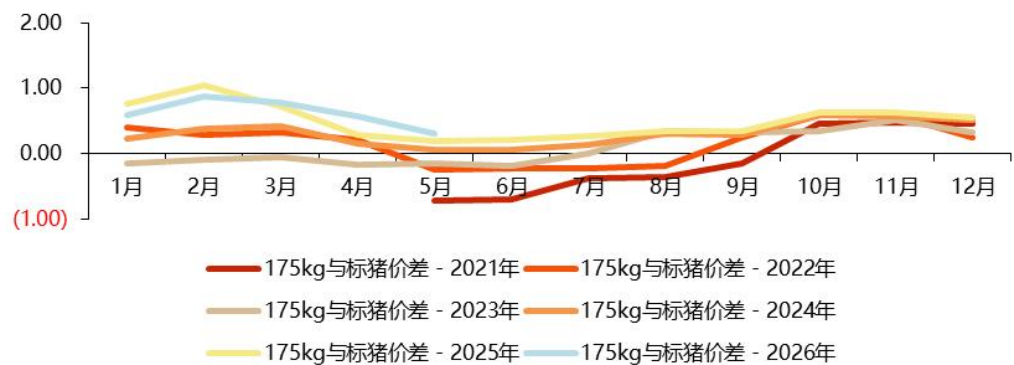
二育栏舍利用率保持攀升节奏，但入场仍保持谨慎态度。4月二育栏舍利用率由3月的33%逐步回升至35%，在5月（截至2026/5/19）稳步上升至43%。二育补栏已经攀升至同期中位区间，相比较春节时期有明显恢复。在生猪价格的持续回落以及养殖利润收窄的背景下，市场压力显著，同时短期猪价触底反弹后市场对于未来猪价走势保持良好预期，希望通过延长饲养周期获取收益，二育入场意愿逐渐转向积极，后续二育栏舍利用率能否持续回升仍需观察，但需警惕行业一致性行为所产生的供应冲击。

图表 30：175kg 与标猪价差及同比绝对变化（元/kg）



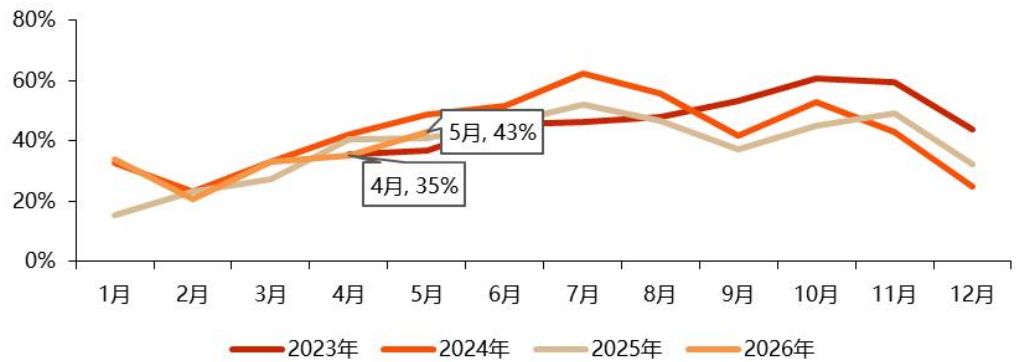
资料来源：涌益咨询，华源证券研究所（截至2026/5/19）

图表 31：涌益肥标价差（元/kg）



资料来源：涌益咨询，华源证券研究所（截至2026/5/19）

图表 32：涌益二育栏舍利用率



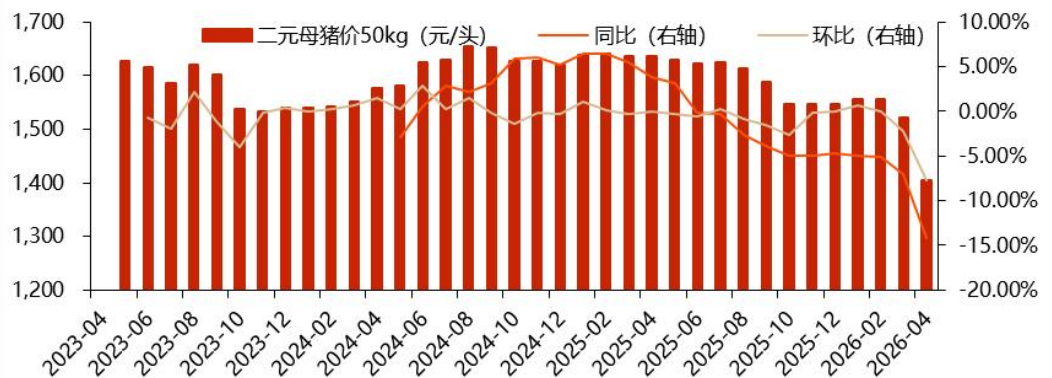
资料来源：涌益咨询，华源证券研究所（截至 2026/5/19）

2.4. 母猪价格跌幅明显，低效产能持续加速去化

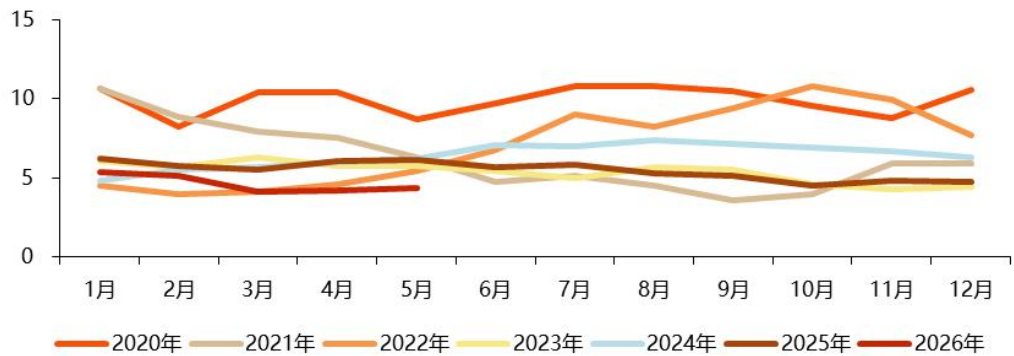
二元母猪价格跌幅明显，淘汰母猪价格持续下行。二元母猪价格本质上反映养殖端对后续产能扩张的定价，淘汰母猪价格体现低效产能去化过程中的残值水平。涌益数据显示，4月、50KG 二元母猪报价 1404 元/头，同比-14%，环比-8%，新增母猪补充需求偏弱，养殖端对于后续产能扩张的信心低迷。

淘汰母猪价格维持下行趋势，低效产能去化有望持续加速。4月河南地区淘汰母猪报价 4.20 元/斤，同比下降 31%，环比小幅回升 2%。环比改善主要系标猪价格触底反弹带动，叠加当月散户低效母猪淘汰进入尾声、淘汰母猪屠宰量环比收缩 7.2%，供给端阶段性收紧形成支撑。中长期看，行业主动优化母猪群体结构的趋势并未改变——规模场加速淘汰低产能母猪、压缩繁育成本的意愿持续，落后产能去化逻辑仍在延续。

图表 33：涌益母猪价格



资料来源：涌益咨询，华源证券研究所

图表 34：涌益河南地区淘汰母猪价格（元/斤）


资料来源：涌益咨询，华源证券研究所

2.5. 上市猪企销售价格同比偏低

样本企业 4 月总体均价为 9.15 元/kg。从企业分布来看，东瑞股份的销售猪价最高为 9.75 元/kg，同比-38%，神农集团的销售猪价最低为 8.65 元/kg，同比-41%，同比持续偏弱。整体而言，多数企业同比降幅集中在 35%-40% 区间，上市猪企销售价格普遍仍处同比偏弱区间。

图表 35：上市公司销售价格

公司名称	4 月猪价（元/kg）	yoy
牧原股份	9.45	-36%
温氏股份	9.27	-38%
新希望	9.15	-38%
德康农牧	9.22	-38%
正邦科技	9.26	-36%
天邦食品	9.14	-38%
新五丰	8.66	0%
唐人神	9.50	-36%
中粮家佳康	9.37	-37%
大北农	9.00	-39%
巨星农牧	9.00	-38%
天康生物	8.92	-38%
华统股份	9.10	-39%
神农集团	8.65	-41%
傲农生物	-	-
京基智农	8.79	-42%
金新农	9.36	-38%
东瑞股份	9.75	-38%
均值	9.15	-37%

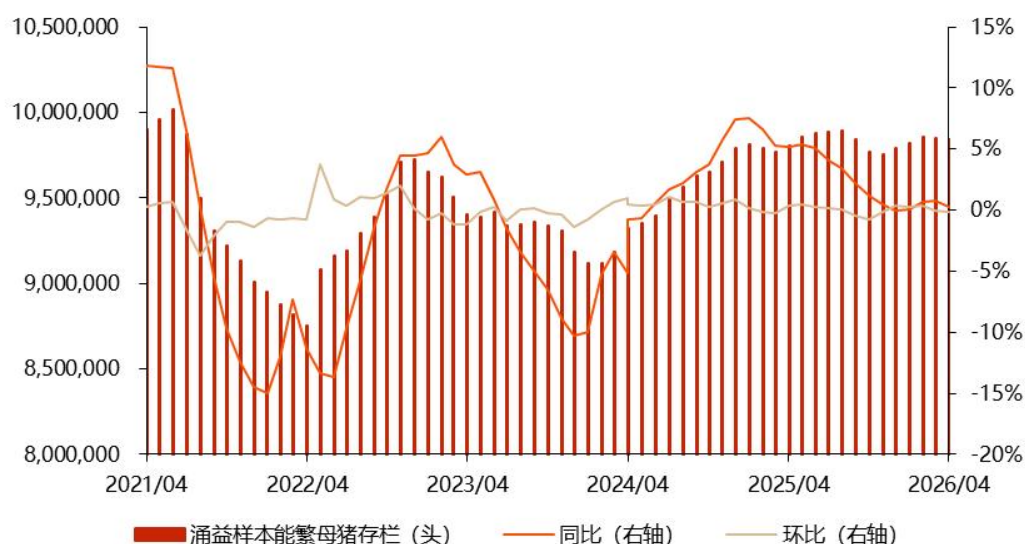
资料来源：IFIND，华源证券研究所（注：唐人神为估算价格）

3. 产能：去化加速或将发生，产能调控政策持续加码

3.1. 第三方样本能繁存栏下降，去化持续演绎

涌益 4 月能繁母猪存栏环比持续为负。4 月涌益能繁母猪存栏同比+0.3%、环比-0.1%。整体来看，涌益样本数据显示行业当前持续的产能高位震荡，猪价持续低迷不振，产能去化不论从养殖端角度还是政策层面都势在必行。

图表 36：涌益样本能繁存栏量及同环比变化



资料来源：涌益咨询，华源证券研究所

3.2. 官方能繁存栏基准下调，政策调控加码

能繁母猪存栏继续回落，仍待下一台阶。国家统计局数据显示，截至 2026 年 3 月，全国能繁母猪存栏为 3904 万头，同比-3.34%，环比-1.4%，接近正常保有量水平；同期生猪存栏为 42358 万头，同比仍+1.50%，环比-1.42%。周期已进入产能回落但现实供给仍偏充裕的过渡区间。

生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）政策意图明确，进一步压缩产能波幅，逆周期调节手段得到强化，具体包括：

1) 能繁基准下调至 3750 万头，当前处于 104%分位。能繁母猪保有量目标下调至 3750 万头，调减幅度 3.8%；官方基于当前生产效率合理下调产能基数；

2) 区域阈值的全面收紧，使得调控响应更灵敏，猪价波动空间或受压缩。区间划分由之前的【红-85-黄-92-绿-105-黄-110-红】调整到【红-88-黄-92-绿-103-黄-106-红】，产能红色增幅下降 4Pct 最为明显；进一步加强产能过剩的提前警示，具体为：【绿色上限下降 2Pct（105%→103%）；黄色（产能-）下限上升 3Pct（85%→88%）、黄色（产能+）由 105%~110%到 103%~106%，红色（产能-）临界值由 85%调整为 88%、红色（产能+）临界值由 110%调整为 106%】；

3) 新增大集团备案管理，落实责任到各地、各企，集团产能扩张将受到更强窗口指导。能繁母猪存栏量 ≥ 10 万头的大型集团养殖企业（含下属），纳入全国生猪产能综合调控监测名单，各省份根据实际情况确定本区域调控监测名单，实行年度生产备案管理，压实备案责任，健全跟踪问效和激励约束机制；

4) 加强中型场产能管理，明确奖惩机制。对年设计出栏 1 万头以上的规模猪场和国家生猪核心育种场实行自愿加入原则，对不履行产能调控承诺的，地方农业农村部门应将其移出调控场名单（或不可优先享受生猪产业政策）；

5) 调控思路更加完善，新增中期仔猪调控。2026 版调控思路为“长期调母猪 + 中期调仔猪 + 短期调肥猪”，并新增仔猪销售价格异常监控指标，仔猪作为中间环节，既影响 6 个月后的出栏，又反映当前补栏意愿，使调控链条更完整；

6) 政策支持由亏损触发改为存栏量触发，介入更早同时也对数据准确性提出更高要求。

5 月 18 日召开的全国生猪产业调控专项工作会议传达了主管部门对于产能硬性调控的各项部署决策；会议旨在精准化调控生猪产能，确定 3750 万头能繁母猪的总调控目标，明确了多项硬性管控举措与考核监管机制，并且农业农村部也将向生猪主产省份派出 7 个工作组。这次会议明确了压减产能，巩固生猪价格回升的权威部署和政策上去产能促转型的决心与信心。“十五五”初期，以满足全国猪肉消费正常需求为基准，设定全国能繁母猪正常保有量稳定在 3750 万头左右，或许可以预计在未来一年左右的时间行业将达成生猪产能调控目标，推动生猪价格的合理回升，促进生猪产业的稳定健康发展。

图表 37：国家统计局能繁母猪存栏量



资料来源：IFIND，华源证券研究所

图表 38：统计局生猪存栏



资料来源：IFIND，华源证券研究所

4. 投资建议：周期底部特征明显，建议重点关注低成本龙头

周期底部特征进一步强化，左侧布局窗口或正在打开。4月猪价继续探底，行业利润进入深度亏损区间；猪价或已达到周期底部，出现2010年4月以来的历史最低；行业深度亏损，亏损比例已经达到历史极值区间，现金流持续净流出。历史经验表明，行业深度亏损往往是产能加速去化的重要催化，政策端产业调控专项工作会议明确将进行逆周期调节，产能调控措施有望落地，当前板块或已逐步进入典型的左侧布局区间。

产能出清有望由“预期博弈”转向“现实推动”，优质龙头或将率先受益。未来产能去化的驱动力或将更多来自持续亏损对低效产能和高成本主体的被动挤压。成本控制能力强、资金实力充足、经营韧性更高的龙头企业，有望在本轮周期底部继续扩大相对优势，并在后续景气修复阶段兑现业绩弹性。

产业高质量发展势在必行，建议关注优质龙头。行业经营方差显著，成本领先、联农带农的企业或将享受超额利润与估值溢价。推荐“平台+生态”模式代表、技术驱动、服务型的生态平台公司德康农牧，建议关注优质生猪养殖龙头牧原股份、温氏股份等，以及天康生物、立华股份、中粮家佳康、京基智农、金新农等。

5. 风险提示

养殖产品价格波动风险：生猪养殖行业经历了周期波动，其最低点皆跌破企业成本线。若价格长期跌破企业成本线，将会对企业现金流和正常运营造成较大影响，严重可导致企业破产。

突发大规模不可控疫病：生物疫病防疫永远是养殖企业工作的重点，一旦企业遭遇大规模不可控疾病，将会使企业生物性资产蒙受较大损失，对企业可持续经营造成较大影响。

重大食品安全事件：和生物疫病一样，食品安全是企业质量把控的重中之重，一旦出现食品安全事件，特别是经过媒体曝光放大，将会对企业信誉产生严重影响，动摇企业生存基石。

宏观经济系统性风险：宏观经济系统性风险将会在供需两端对企业造成影响，特别是需求端的萎靡将直接导致企业倒闭潮。

极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价：养殖成本中，饲料占比 60%，玉米、豆粕、小麦等是饲料的主要构成，若极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价将大大增加企业养殖成本，如果这种成本不能顺畅传导至下游，将导致企业业绩下滑，甚至危及企业日常经营。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。