证券研究报告

2026 年 11 月 24 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

周期的复盘与展望：从母猪去化、前瞻指标和股价表现来看

—农林牧渔行业专题报告

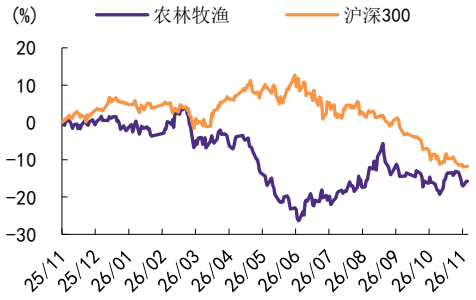
推荐(维持)

分析师：娄倩 S1050524070002
louqian@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
农林牧渔(申万)	0.4	1.9	-15.6
沪深 300	-3.4	-13.1	-10.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《农林牧渔行业深度报告：关于宠物品牌的思考》2026-11-13
2、《农林牧渔行业专题报告：生猪出栏量与出栏体重数据梳理》2026-11-10
3、《农林牧渔行业深度报告：强厄尔尼诺来袭，对生猪成本影响几何？》2026-08-18

投资要点

核心思路：从猪价拟合转向指标跟踪，以历史复盘研判本轮周期

前期研究尝试结合能繁母猪数量、养殖效率和出栏体重，对历史供给与猪价开展年度、季度拟合。研究发现，**供给推演对价格波动的解释有限**，需求端影响正在增强，因此转向母猪数量及前置价格跟踪。本文通过两轮产能、猪价与代表股票行情复盘，梳理不同环节的先后变化，并据此判断本轮周期位置及后续方向。

产能复盘：两轮去化后猪价分别修复 124.54%和 42.61%

2021—2022 年周期中，涌益大样本自 2021 年 5 月末至 2022 年 3 月末**累计下降 12.67%**，小样本自 2021 年 5 月末至 2022 年 4 月末**下降 14.67%**；随后肥猪价格于 2022 年 3—10 月上涨 124.54%。2023—2024 年周期中，大样本自 2022 年 11 月末至 2023 年 12 月末下降 6.23%，小样本自 2022 年 10 月末至 2024 年 1 月末下降 11.71%；肥猪价格于 2024 年 1—8 月上涨 42.61%。两轮对照显示，产能退出为后续价格修复提供基础，**第一轮去化更深，价格修复幅度也更大**。

股价表现：代表股票上涨约 92%—180%，低点形成于产能去化加速阶段

按各自观察窗口内的月末收盘价统计，傲农生物于 2021 年 9 月至 2022 年 4 月上涨 180.33%，巨星农牧、华统股份于 2021 年 8 月至 2022 年 9 月分别上涨 178.70%、169.33%，神农集团于 2023 年 10 月至 2024 年 6 月上涨 92.00%。**股票低点集中于产能调整阶段**，或与较快去化月份相邻；四只股票的**窗口高点早于对应猪价高点 3—7 个月**，体现市场对远期供需与盈利变化的提前反应。

前置指标：上一轮仔猪、淘汰母猪价格提前肥猪 2—3 个月形成局部低点

在 2023 年下半年至 2024 年初的修复窗口中，仔猪、淘汰母猪和肥猪价格局部低点分别出现在 **2023 年 10 月、11 月和 2024**

行业研究

年 1 月，前两者分别提前三个月和两个月。同期母猪数量收缩，神农股价在肥猪价格仍然回落时启动修复。前置价格与母猪数量结合，能够补充当期肥猪价格信息，为识别产能调整及周期变化提供依据。

本轮判断：前端压力延续，2026 年四季度母猪淘汰将加速

本轮调整自 2025 年下半年展开，前端价格总体承压。截至 2026 年 9 月，仔猪和淘汰母猪价格较 2025 年 8 月分别下降 64.50%和 29.82%；数量端自 2026 年 3 月进入**连续去化阶段**，至 9 月大、小样本**连续七个月下降**，累计降幅分别为 4.08%和 6.39%。前端经营压力与产能收缩相互印证，**2026 年四季度母猪淘汰将加速**，低效产能退出将影响后续商品猪供给，并为养殖股远期盈利预期修复提供产业基础。

风险提示

产能去化不及预期风险、猪价波动及需求不及预期风险、动物疫病风险、养殖股预期修复不及预期风险。

正文目录

1、 研究思路：从猪价预测转向产能与前置信号跟踪 4
1.1、 价格跟踪 4
1.2、 历史复盘 4
2、 周期复盘：产能去化、猪价修复与代表股票行情 5
2.1、 去化修复 5
2.2、 股价先行 6
3、 前置指标：价格变化与数量调整共同识别周期位置 8
3.1、 前端先行 8
3.2、 价格印证 9
3.3、 预期修复 10
4、 风险提示 11

图表目录

图表 1：第一轮肥猪价格筑底与修复 5
图表 2：第二轮肥猪价格筑底与修复 6
图表 3：两轮母猪累计去化幅度对比 6
图表 4：代表股票窗口行情与猪价高点时间差 7
图表 5：第二轮前置价格的修复顺序 9
图表 6：本轮仔猪与淘汰母猪价格变化 10

1、研究思路：从猪价预测转向产能与前置信号跟踪

1.1、价格跟踪

生猪周期研究的核心仍然是**价格**。猪价直接影响养殖企业的收入、利润与现金流，也是连接产业变化和股票表现的重要环节。研究产能去化、养殖效率和出栏节奏，最终都需要落到对猪价运行方向的判断，并进一步分析市场如何反映未来盈利变化。

前期研究围绕有效供给展开，结合**能繁母猪数量、养殖效率和出栏体重**，对历史供给与猪价开展**年度、季度拟合**，并尝试据此推演未来价格。研究发现，供给变化能够提供周期方向的线索，但历史拟合对猪价阶段波动的**解释有限**。前期研究形成的主要认识是，**需求端因素对猪价的影响正在增强**，价格判断需要进一步结合市场边际变化。

基于上述认识，研究重点转向寻找领先指标，通过前端价格与产能数量的变化识别周期趋势。其中，**仔猪价格和淘汰母猪价格是重点前置信号；肥猪价格是当期行情参照；母猪数量是产能依据**。数量端以能繁母猪变化衡量产能收缩的幅度和持续时间；价格端以仔猪、淘汰母猪和肥猪价格观察不同养殖环节的经营压力与修复进程。将这些指标与股票表现结合，可以观察**产业压力、产能退出、价格修复和市场预期**之间的联系。

本报告**以产能变化把握中期方向，以前置价格识别边际变化，以股票表现观察市场预期**。分析主要采用**阶段比较、区间涨跌幅和时间顺序梳理**，使研究结论能够直接对应产业事实和历史行情。

1.2、历史复盘

本报告选取**2021—2022 年和 2023—2024 年**两轮行情进行复盘。两轮均经历了亏损压力与外部因素共同推动的产能调整，并伴随相关养殖股上涨，适合比较母猪去化、猪价修复与股票表现之间的联系。

股票样本按照**对应周期内的领涨表现**重点观察**涨幅居前个股与母猪去化、猪价修复之间的时间关系**。第一轮选取**傲农生物、巨星农牧**和**华统股份**，第二轮选取**神农集团**。两轮样本数量存在差异，主要反映行情结构的不同，第一轮三只个股出现较大幅度上涨，第二轮神农集团表现较为突出，其他养殖股相对偏弱。通过比较两轮领涨股表现，分析产能调整过程中市场预期的变化及个股行情的分化。

首先，比较两轮**母猪去化与猪价变化**。记录母猪产能调整的起止月份、持续时间、累计降幅及去化较快的阶段，同时梳理肥猪价格的**低点、高点和修复幅度**，明确不同周期中产能退出的深度及随后价格修复的差异。

其次，在行情窗口内，记录四只股票月末收盘价的**阶段低点、高点和上涨幅度**，将其与母猪去化及猪价变化进行对应。研究重点在于股票**何时开始反映产业调整**，以及股价高点与猪价高点之间存在怎样的**时间差**。

最后，结合**本轮母猪数量和前置价格变化**，对当前周期位置及 2026 年四季度方向作出判断。历史前置指标的完整顺序重点围绕 2023—2024 年展开，2021—2022 年则以母猪、肥猪和已有淘汰母猪价格完成产业复盘。

2、周期复盘：产能去化、猪价修复与代表股票行情

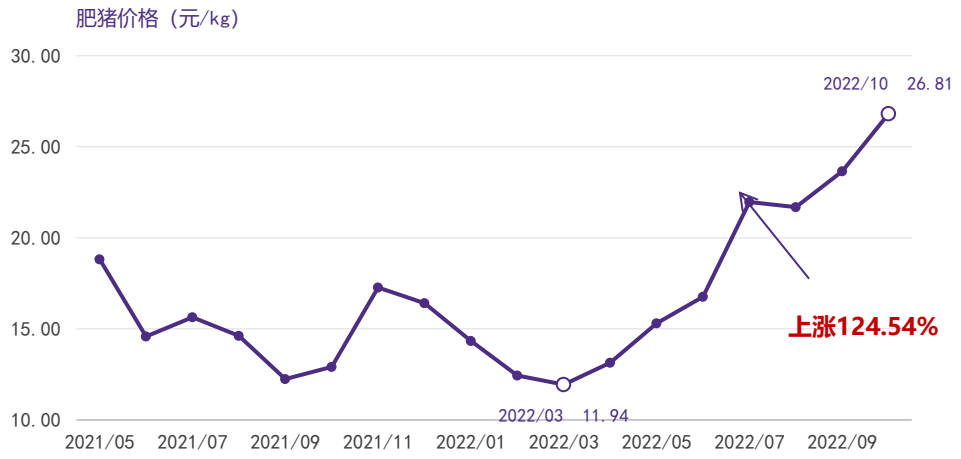
2.1、去化修复

本文采用涌益母猪存栏的两套调查样本，后文分别简称“大样本”和“小样本”。两套序列分别统计存栏变化和累计去化幅度，用于比较不同调查口径下的产能调整方向与节奏。

2021—2022 年产能调整较深，两组母猪样本累计去化均超过 12%。以 2021 年 5 月末为起点，涌益大样本至 2022 年 3 月末累计下降 12.67%，小样本至 2022 年 4 月末累计下降 14.67%，调整跨度分别为 10 个月和 11 个月。其中，大样本在 2021 年 7 月单月下降 3.72%，小样本在 2021 年 6 月单月下降 3.69%，较快去化主要出现在本轮调整的前段。

猪价在产能调整期间经历反复探底。2021 年 9 月，肥猪月度价格降至 12.25 元/kg，随后在 11 月回升至 17.28 元/kg；进入 2022 年后再次回落，3 月降至 11.94 元/kg。此后猪价持续修复，至 2022 年 10 月升至 26.81 元/kg，较 3 月低点上涨 124.54%。这一轮呈现出**产能先行收缩、猪价反复筑底、随后明显修复**的过程。

图表 1：第一轮肥猪价格筑底与修复

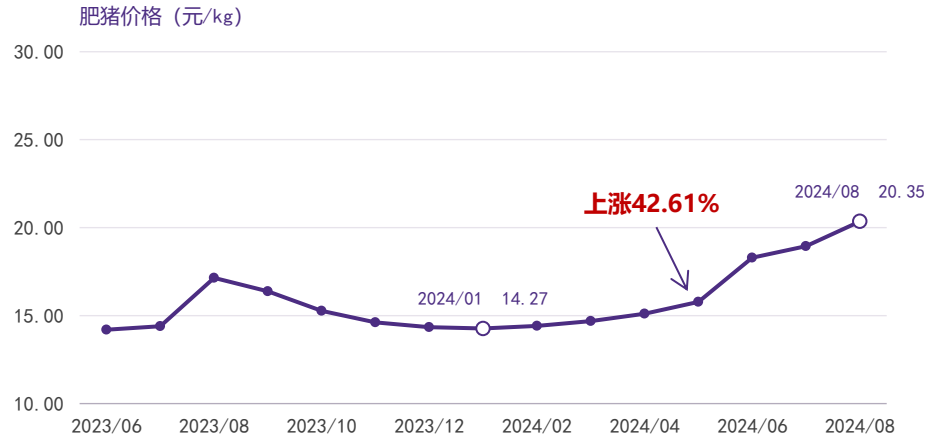


资料来源：Wind，涌益数据库，华鑫证券研究

2022 年底至 2024 年初，两组样本再次进入产能调整，但去化程度存在差异。大样本自 2022 年 11 月末至 2023 年 12 月末累计下降 6.23%，调整跨度为 13 个月；小样本自 2022 年 10 月末至 2024 年 1 月末累计下降 11.71%，调整跨度为 15 个月。两组样本均在 2023 年 11 月出现较明显收缩，当月分别下降 1.38%和 1.57%。

围绕 2023 年下半年启动的修复行情，肥猪价格在 2024 年 1 月形成 14.27 元/kg 的局部低点，随后逐步回升，至 8 月达到 20.35 元/kg，累计上涨 42.61%。若以 2023 年 6 月 14.20 元/kg 的更早低点计算，至 2024 年 8 月的涨幅为 43.31%，同样体现出产能调整后的价格修复。

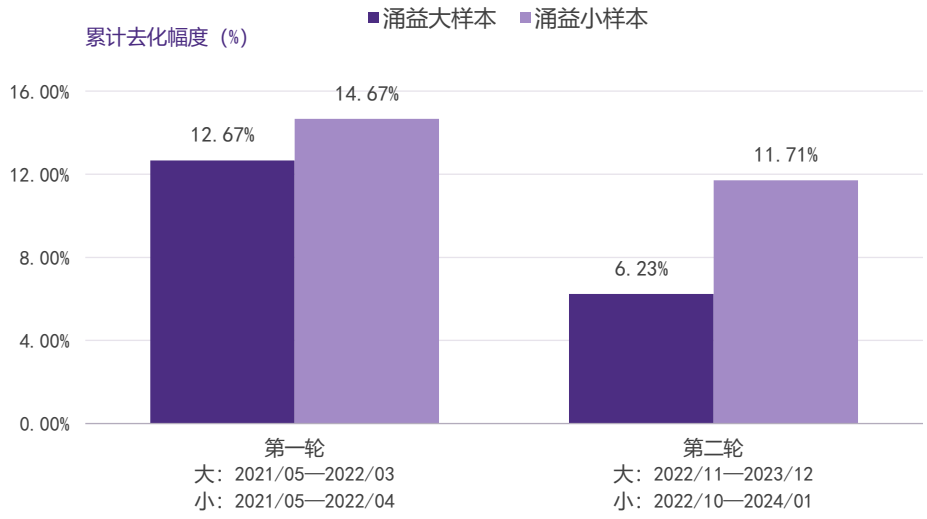
图表 2：第二轮肥猪价格筑底与修复



资料来源：Wind，涌益数据库，华鑫证券研究

两轮比较显示，**第一轮去化更深，随后猪价修复幅度也更大**。第一轮大、小样本累计下降 12.67%和 14.67%，对应猪价低点至高点上涨 124.54%；第二轮分别下降 6.23%和 11.71%，对应 2024 年局部低点至高点上涨 42.61%。两轮共同体现出**产能收缩对后续供需改善的作用**，同时也反映出不同样本的调整幅度与节奏存在差异。

图表 3：两轮母猪累计去化幅度对比



资料来源：涌益数据库，华鑫证券研究

2.2、 股价先行

第一轮三只代表股票在猪价最终探底之前，已经形成观察窗口内的股价低点。按月末

收盘价统计，傲农生物在 2021 年 9 月至 2022 年 4 月的观察窗口内，低点为 2021 年 9 月的 8.49 元，高点为 2022 年 3 月的 23.80 元，累计上涨 180.33%。

巨星农牧在 2021 年 8 月至 2022 年 9 月的观察窗口内，低点为 2021 年 8 月的 11.69 元，高点为 2022 年 7 月的 32.58 元，累计上涨 178.70%。华统股份在相同观察窗口内，低点为 2021 年 8 月的 8.38 元，高点为 2022 年 7 月的 22.57 元，累计上涨 169.33%。三只股票高点价格达到各自低点的约 2.7—2.8 倍。

从产业背景看，三只股票的低点集中在 2021 年 8—9 月，**接近母猪较快去化阶段**。此前大样本在 7 月单月下降 3.72%，8 月继续下降 2.06%；小样本在 6—8 月分别下降 3.69%、3.19%和 2.06%。持续的产能退出，为市场形成后续供需改善预期提供了基础。

股价上涨并未等待肥猪价格完成最终探底。2022 年 3 月，肥猪月度价格降至 11.94 元/kg 时，傲农已达到观察窗口内的股价高点，巨星和华统也已较 2021 年低点明显上涨。随后，巨星和华统在 2022 年 7 月形成窗口内高点，早于当年 10 月的猪价高点 3 个月；傲农的窗口内高点则提前 7 个月出现。

第二轮神农集团同样呈现出股价提前反映产业修复的特征。在 2023 年 10 月至 2024 年 6 月的观察窗口内，神农月末收盘价由 2023 年 10 月的 21.13 元，升至 2024 年 5 月的 40.57 元，累计上涨 92.00%。其股价低点形成于母猪产能持续调整过程中，并早于 2023 年 11 月两组样本较明显收缩的月份。

神农股价启动时，肥猪价格仍在走弱。2023 年 10 月至 2024 年 1 月，肥猪价格由 15.27 元/kg 降至 14.27 元/kg；同期神农股价已由 21.13 元升至 27.22 元。至 2024 年 5 月，神农达到观察窗口内高点，肥猪价格则在 8 月达到 20.35 元/kg，股价高点提前 3 个月出现。

两轮代表股票的**窗口低点集中在产能调整阶段**附近，随后随远期供需改善预期而上涨。随着价格修复预期逐步兑现，股票形成阶段高点。按本文观察窗口统计，四只股票的高点早于对应猪价高点 **3—7 个月**，体现出股票市场对产业变化的提前反应。

图表 4：代表股票窗口行情与猪价高点时间差

股票	观察窗口	窗口低点	窗口高点	窗口涨幅 / 高点领先
傲农生物	2021/09—2022/04	2021/09，8.49 元	2022/03，23.80 元	180.33%；7 个月
巨星农牧	2021/08—2022/09	2021/08，11.69 元	2022/07，32.58 元	178.70%；3 个月
华统股份	2021/08—2022/09	2021/08，8.38 元	2022/07，22.57 元	169.33%；3 个月
神农集团	2023/10—2024/06	2023/10，21.13 元	2024/05，40.57 元	92.00%；3 个月

资料来源：iFinD，华鑫证券研究

3、 前置指标：价格变化与数量调整共同识别周期位置

3.1、 前端先行

仔猪、淘汰母猪和肥猪价格分别反映养殖链条不同环节的经营状况，其变化顺序能够为周期判断提供线索。仔猪价格与补栏需求及未来育肥收益预期相关，淘汰母猪价格反映淘汰端市场状况，肥猪价格则直接体现当期商品猪供需。将三类价格与母猪数量、股票表现结合，可以更完整地识别产业调整与修复的过程。

围绕 2023 年下半年至 2024 年的修复行情，仔猪价格在 2023 年 10 月降至 146.79 元/头，随后于11 月、12 月分别回升至160.77 元/头和207.33 元/头。同期肥猪价格仍在下行，由 2023 年 10 月的 15.27 元/kg 降至 2024 年 1 月的 14.27 元/kg。仔猪价格先于肥猪价格出现回升，反映前端补栏市场已经开始发生变化。

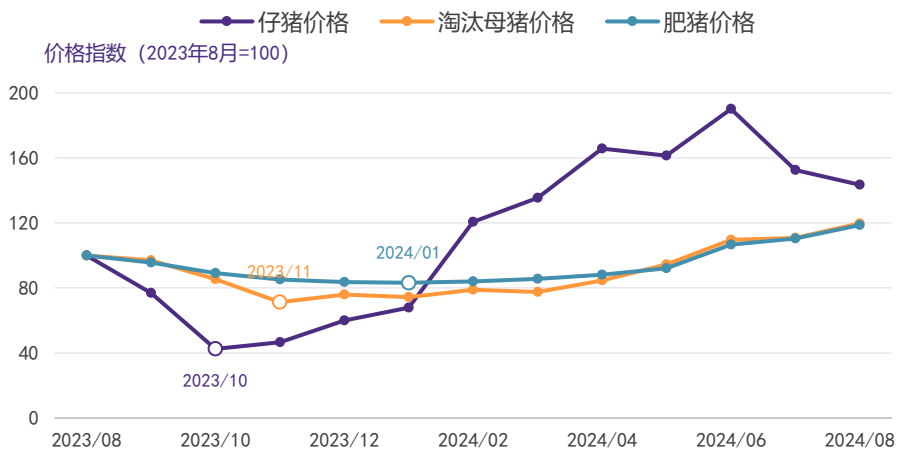
淘汰母猪价格在 2023 年 11 月降至 8.53 元/kg，随后于 12 月回升至 9.08 元/kg。对应数量端，当年 11 月母猪大、小样本分别下降 1.38%和 1.57%，价格承压与较快去化同时出现。此后，两组母猪样本分别于 2023 年 12 月和 2024 年 1 月结束本轮阶段收缩，并转入回补。

在这段修复行情中，仔猪、淘汰母猪和肥猪局部低点依次出现在 2023 年 10 月、11 月和 2024 年 1 月，前两者分别提前 3 个月和 2 个月。这一时间顺序表明，前端价格的边际改善可以早于当期商品猪价格修复，为判断产业变化提供补充依据。

股票表现也提前反映了修复预期。神农集团在 2023 年 10 月形成观察窗口内的月末股价低点 21.13 元，与仔猪价格低点同月；11 月股价升至 26.49 元，12 月进一步升至 30.73 元。此时肥猪价格仍在回落，股票已开始反映后续供需改善的预期。

随着产业修复推进，神农股价于 2024 年 5 月达到观察窗口内高点 40.57 元，仔猪价格于 6 月升至 656.13 元，肥猪和淘汰母猪价格则于 8 月分别升至 20.35 元/kg 和 14.33 元/kg。**从修复初期到行情后段，股票、前端价格与肥猪价格之间均存在时间差，体现出市场预期与当期经营状况的不同节奏。**

图表 5：第二轮前置价格的修复顺序



资料来源：Wind，涌益数据库，华鑫证券研究

第一轮已有数据也呈现出类似的提前变化：淘汰母猪价格于 2021 年 10 月降至 7.31 元/kg，肥猪价格则在 2022 年 3 月再次探底至 11.94 元/kg。期间，傲农、巨星和华统股价已经展开上涨。两轮复盘共同说明，周期研究需要将价格变化、产能退出和股票行情放在同一时间轴上，识别不同环节的先后反应。

3.2、 价格印证

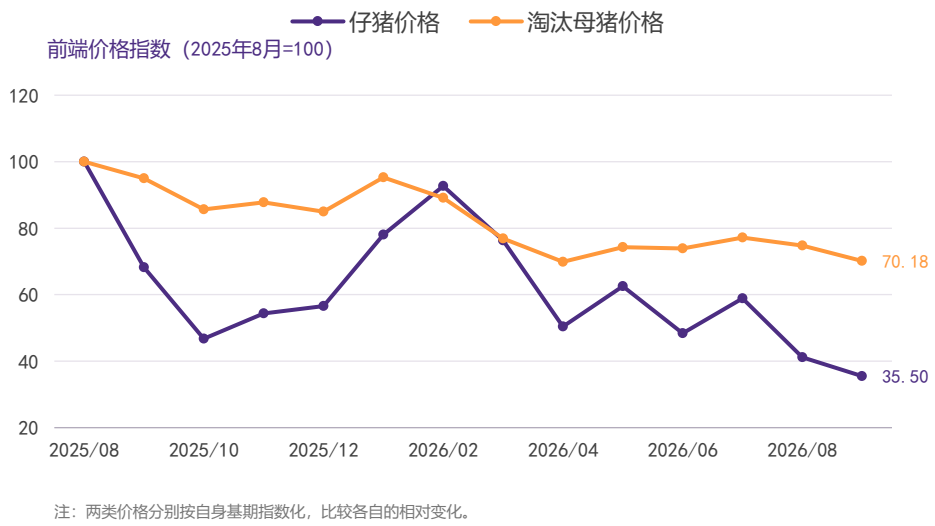
本轮前置价格持续走弱，其中仔猪价格调整更为明显。2025 年 8 月至 2026 年 9 月，仔猪价格由 385.43 元降至 136.84 元，累计下降 64.50%，降至现有 2023 年以来月度序列的最低水平。2026 年 6—9 月，仔猪价格由 186.37 元进一步降至 136.84 元，下降 26.58%，表明**前端价格压力延续。**

仔猪价格持续下行，反映**当前补栏市场承接能力偏弱。**仔猪交易连接繁殖和育肥环节，**其价格下降直接压缩仔猪销售收入，**也体现出补栏端对未来育肥收益的谨慎定价。因此，仔猪价格既是前端经营压力的表现，也是观察补栏意愿变化的重要指标。

淘汰母猪价格同步处于低位，与仔猪价格共同构成前端承压的信号。2025 年 8 月至 2026 年 9 月，淘汰母猪价格由 9.96 元/kg 降至 6.99 元/kg，累计下降 29.82%。2026 年 9 月价格接近当年 4 月 6.96 元/kg 的低点，仍处于本轮低位区间。

肥猪端近期也未出现持续走强。按现有日度记录计算，2026 年 7—9 月肥猪价格平均值分别为 10.84 元/kg、10.83 元/kg 和 10.73 元/kg，呈小幅回落。前端价格下行与肥猪端偏弱并存，行业经营压力持续存在。

图表 6：本轮仔猪与淘汰母猪价格变化



注：两类价格分别按自身基期指数化，比较各自的相对变化。

资料来源：Wind，涌益数据库，华鑫证券研究

数量端则进一步确认了产能调整。2026 年 3—9 月，母猪大、小样本连续七个月下降，累计降幅分别为 4.08%和 6.39%。价格端承压已有数量端的收缩相对应，表明行业调整已经体现在母猪产能的持续退出上。

与 2023 年下半年的修复阶段相比，本轮截至 2026 年 9 月仍以仔猪价格下行、淘汰母猪价格低位运行和母猪数量收缩为主要特征。历史修复阶段出现了仔猪价格先行回升，而本轮仔猪价格仍在走低，说明当前研究重点仍应放在**经营压力推动产能退出**的过程。

3.3、 预期修复

两轮历史复盘表明，产能去化之后猪价出现明显修复，代表股票则提前反映远期盈利变化。第一轮母猪大、小样本累计下降 12.67%和 14.67%，随后肥猪价格由低点上涨 124.54%；第二轮分别下降 6.23%和 11.71%，随后肥猪价格较 2024 年局部低点上涨 42.61%。产能收缩与后续价格修复，构成了两轮行情共同的产业基础。

股票表现进一步体现了市场预期的提前变化。第一轮傲农、巨星和华统在各自观察窗口内，按月末价格计算上涨186%—第二轮神农上涨 92%。四只股票的窗口内高点均早于对应猪价高点，时间差为 3—7 个月。**历史行情说明，股票上涨可以在猪价仍然承压、产能持续退出的阶段展开，市场提前交易未来供需与盈利改善。**

本轮截至 2026 年 9 月，价格压力与数量收缩相互印证，行业仍处于持续去化阶段。仔猪和淘汰母猪价格较 2025 年 8 月分别下降 64.50%和 29.82%，母猪大、小样本在 2026 年 3—9 月连续七个月下降，累计降幅分别为 4.08%和 6.39%。前端价格持续偏弱，产能退出已经反映在母猪数量的连续收缩中。

从去化节奏看，2026 年 8 月两组样本分别下降 1.67%和 2.30%，9 月降幅收窄至 0.52%和 0.31%，持续收缩状态延续。**基于前端经营压力和连续去化，预计 2026 年四季度母猪淘汰加速。**低效产能退出将进一步影响后续商品猪供给，强化远期供需改善预期。

结合两轮股票行情，**本轮四季度加速去化**有望成为**养殖股盈利预期修复**的重要推动因素。历史样本中的股价低点形成于产能调整过程中，行情启动也早于猪价全面修复。因此，

本轮应将母猪去化的持续性和前置价格变化作为判断股票预期的重要依据，把握产能退出向远期盈利改善传导的过程。

4、 风险提示

1. 产能去化不及预期风险：若养殖主体补栏意愿回升，或资金支持延缓低效产能退出，母猪去化幅度和持续时间可能不及预期。同时，养殖效率提升、出栏体重增加可能对冲母猪数量下降的影响，延缓后续供需改善与猪价修复。

2. 猪价波动及需求不及预期风险：猪肉消费需求变化、压栏及二次育肥等因素可能扰动阶段供需，导致猪价出现较大波动。若消费需求弱于预期，即使母猪产能持续收缩，后续猪价修复幅度也可能受到影响。

3. 动物疫病风险：突发疫病可能影响母猪存栏、仔猪供应及商品猪出栏节奏，导致产能和价格出现非常规变化，进而影响历史周期比较及本轮趋势判断。

4. 养殖股预期修复不及预期风险：养殖股表现除受猪价和产能变化影响外，还受到企业成本、财务状况、市场风险偏好及估值水平等因素影响。即使行业供需逐步改善，相关公司的盈利及股价表现仍可能不及预期。

农业轻纺组介绍

娄倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 10 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物研究。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	＞ 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	＜ -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	＞ 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	＜ -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。