证券研究报告 行业专题报告

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

我们想进行一场什么样的投资研究

从“0到1”“1到10”“10到100”的循环演绎

投资评级：推荐 （ 维持 ）

报告日期： 2026年11月27日

- 分析师：娄倩
- SAC编号：S1050524070002

研究创造价值

引言：在实践中寻找规律，不断逼近问题本质

本报告首先系统阐述产业研究与公司价值评估的方法论，再以生猪行业的供需周期与宠物行业的品牌经营为例，进一步说明这套研究框架如何结合不同产业的运行逻辑展开应用。

从一个日常问题说起

面对一个问题，我们往往从直觉出发。以减肥为例，最初可能认为控制饮食、增加运动就足够；随着实践深入，我们会进一步关注基础代谢、饮食结构与长期效果之间的关系。认识的深化，来自对关键因素的持续探索与对实际结果的反复检验。

回到产业研究与投资判断

产业研究同样需要经历从基础认知到前瞻判断、再到实践检验的过程。0—1阶段，梳理行业与公司的历史、现状及运行逻辑，识别核心变量与主要矛盾；1—10阶段，围绕关键变量推演未来情景，分析经营表现、盈利能力与估值；10—100阶段，持续跟踪实际变化，对照原有预测，识别偏差并修正研究框架。三个阶段相互衔接、持续迭代，共同服务于产业判断与公司价值评估。

提出假设 → **实践验证** → **识别偏差** → **修正认知**

研究阶段	生猪：周期研究	宠物：消费品研究
0—1 认知建立	梳理供需、产能、猪价与养殖成本，理解周期和盈利逻辑	分析双重需求、市场空间、品牌渠道与单位经济
1—10 前瞻预判	结合领先指标推演猪价与盈利，评估概率、赔率和市场定价	围绕品牌份额、渠道效能与利润兑现，评估成长空间和终局定价
10—100 跟踪验证	跟踪产能、出栏、仔猪价格与原料成本，检验周期判断	跟踪线上销售、线下周转与利润兑现，检验增长质量

目录

CONTENTS

1. 总论：0到1、1到10、10到100的循环演绎

2. 生猪：周期品的供需 从0到100

3. 宠物：消费品的品牌 从0到100

01 总论：0到1、1到10、10到100的循环演绎

研究创造价值

行业研究的基本逻辑：从信息整理到判断形成

研究一项产业，首先需要从纷繁的信息中找到理解问题的切入点。行业规模、历史数据、公司财报与市场观点构成了研究基础，但只有进一步识别影响经营结果的关键因素，梳理变量之间的联系，解释它们如何沿着产业链传导，才能逐步建立对行业运行机制的认识。研究的起点，是将分散的信息转化为有逻辑的解释，为后续判断提供依据。



从信息到判断，需要经历变量识别、机制解释与假设建立三个环节。以减肥为例，最初人们可能将体重管理简单理解为少吃多动，但随着认识深入，还需要考虑基础代谢、饮食结构与长期执行等因素。这一过程说明，研究需要不断追问现象背后的原因，识别真正影响结果的变量，并提出能够通过后续实践检验的假设。随着新证据积累，原有解释也应得到持续检验和完善。

✓ **识别变量**
找到主导结果的因素

✓ **解释机制**
说明因果关系与时滞

✓ **建立假设**
明确支持或推翻判断的证据

研究的目的：形成面向未来的投资判断

产业研究最终需要形成对未来的判断，并为股票投资决策提供依据。研究者需要在行业与公司两个维度上梳理信息、识别关键变量，理解经营结果的形成机制，进一步评估未来变化、公司价值与潜在风险。

行业维度关注产业本质、供需格局与运行规律；公司维度关注盈利机制、竞争优势与价值兑现。两个维度相互补充，最终汇聚为对未来经营表现及投资价值的综合判断，并在后续跟踪中持续检验。

研究对象：行业 × 公司

行业维度 | 理解产业运行

- 产业本质
- 供需与竞争
- 周期与变量

公司维度 | 识别价值来源

- 盈利机制
- 竞争优势
- 价值与风险

形成投资判断

判断未来经营变化 · 评估公司价值 · 识别投资风险

服务于股票投资决策，以研究判断为依据，争取投资收益

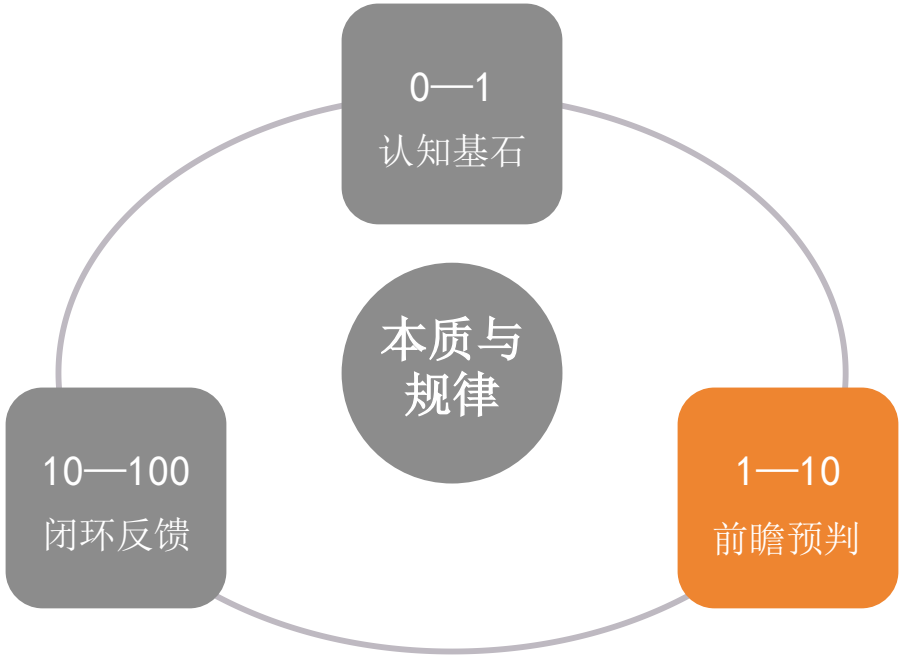
研究体系总览：从建立认知到动态迭代

产业研究可以划分为0—1、1—10与10—100三个相互衔接的阶段。以减肥为例，人们对体重管理的认识可能从控制饮食、增加运动开始，逐步深入到对基础代谢、饮食结构与长期执行效果的理解；相应地，研究也需要从识别现象和关键因素出发，逐步建立解释框架，并在实践中检验和修正认知。

三阶段各自解决不同问题

0—1：过去与现在是什么、为什么？
1—10：未来可能怎样，价格是否合理？
10—100：现实是否兑现，原判断哪里需要修正？

共同目标：产业正确判断与公司价值评估



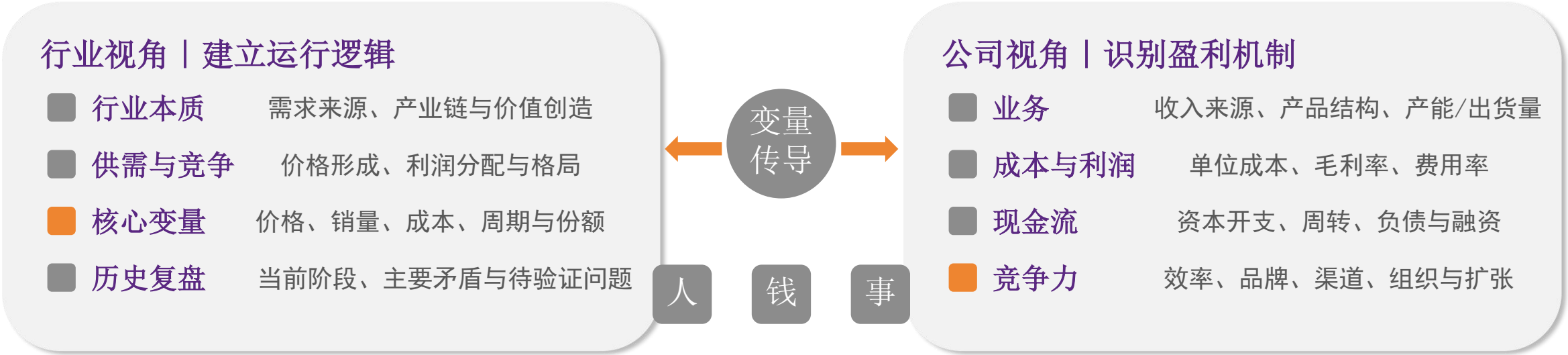
每一轮迭代都应留下产出

1. **研究框架**
   核心变量与主要矛盾
2. **价值判断**
   假设、估值与风险
3. **更新结论**
   偏差归因与修正

三个阶段各有侧重，也会在实践中相互影响。对现实结果的观察，可能改变我们对行业主要矛盾的认识；新的认识又会影响关键变量的选择、未来情景的推演和公司价值的评估。因此，研究体系需要保持开放，在持续验证和反复校准中加深对产业本质与运行规律的理解，最终服务于产业正确判断和公司价值评估。

0—1基础研究：先解释行业，再理解公司

研究一家企业，首先要理解它所处的行业，以及企业在产业链中的位置。研究通常从公开行业资料、公司招股书与年报等信息入手，结合历史数据和经营披露，梳理需求来源、供需关系、竞争格局与价值分配，解释行业如何运行、价格如何形成、利润在哪些环节创造。在此基础上，进一步分析公司的业务模式、收入结构、成本水平与竞争优势，理解企业依靠什么获得利润，以及这些优势能否在未来持续。

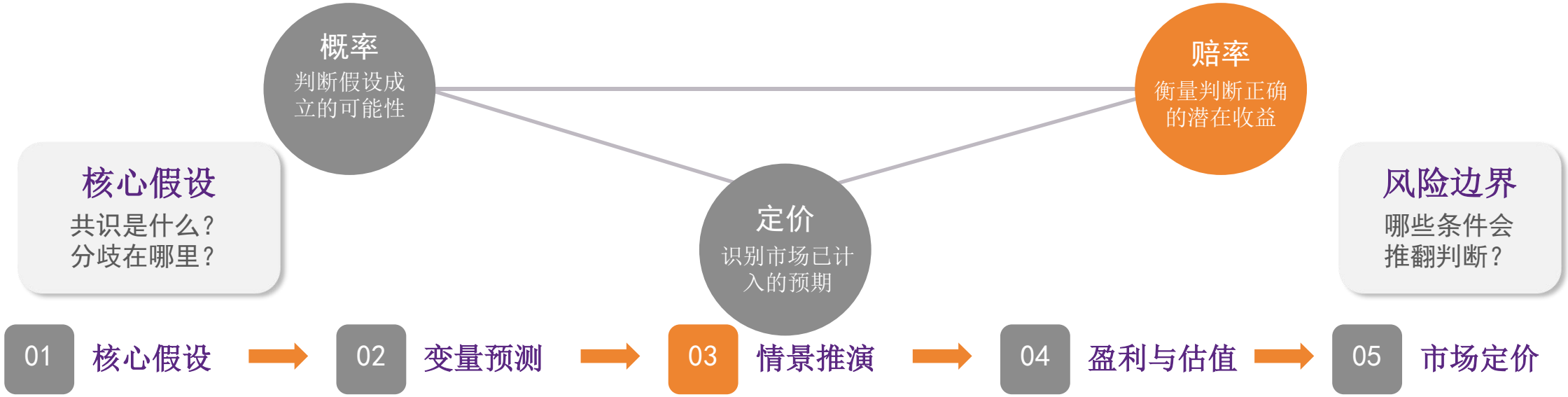


阶段产出：行业主要矛盾丨公司盈利画像丨合理估值的初步认识

这一阶段需要围绕关键问题逐层拆解，辨识现象背后的影响因素及其相互关系。以减肥为例，只有进一步分析饮食摄入、运动消耗与基础代谢等因素的作用，才能逐步形成对体重变化的合理解释。对应到产业研究，行业景气、产品价格和市场需求的变化，会逐步传导至公司的收入、成本、利润与现金流；企业自身的经营效率、组织能力和资本配置，则影响其承接行业变化的能力。将行业规律与公司经营结合起来，才能形成可比较的公司画像，并明确后续需要验证的关键问题。

1—10投资判断：从关键假设到价值与风险

在理解行业运行规律与公司盈利机制之后，研究进一步面向未来。减肥过程中，在初步了解体重变化的影响因素后，还需要制定具体的饮食、运动与作息方案，并根据不同安排推演可能的效果。投资研究也需要完成类似的转化：在前期研究识别的行业主要矛盾基础上，结合公司经营数据与产业信息，建立围绕关键变量的分析模型，判断其未来变化方向、幅度与节奏。研究还需要筛选能够提前反映经营变化的领先指标，跟踪其向收入、成本、利润与现金流传导的过程。围绕核心假设设置不同情景，进一步测算企业的价值区间，并判断当前市场价格所反映的预期是否合理。

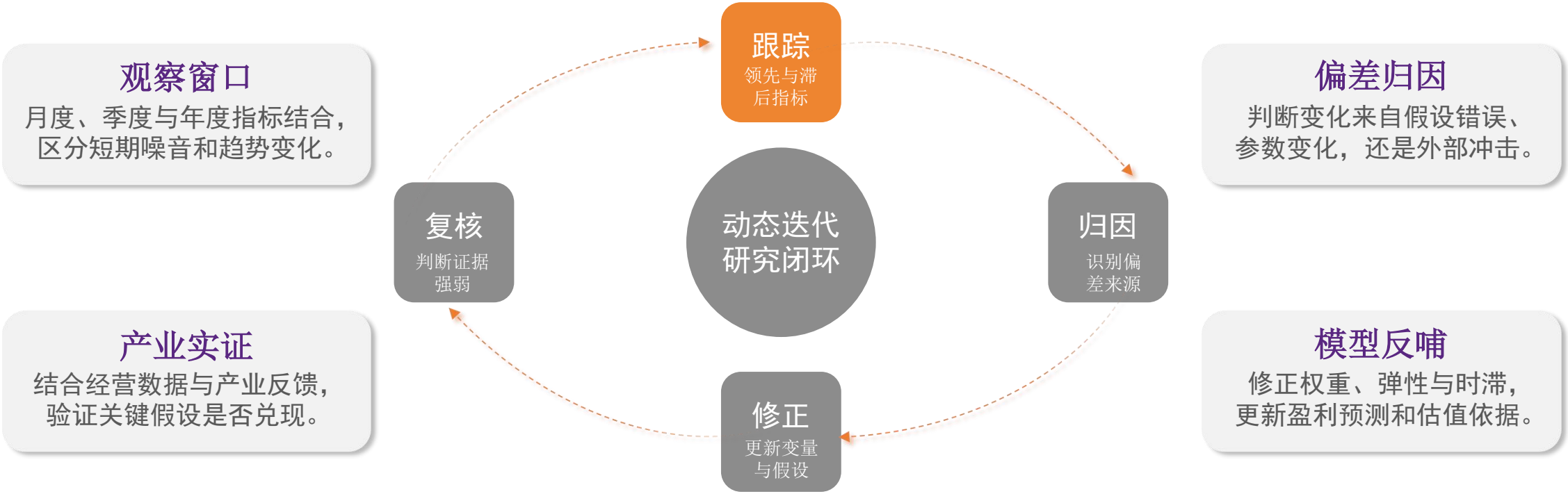


阶段产出：核心假设丨预测模型丨情景分析丨估值区间丨风险收益判断

投资判断需要综合考虑概率、赔率与定价。概率反映核心假设成立的可能性，赔率衡量判断正确时的潜在收益与判断失误时的下行损失，定价则用于分析市场已经计入了怎样的增长和盈利预期。将三者结合，才能更完整地评估投资机会及其风险。阶段成果应包括核心假设、预测依据、估值区间、风险收益比较，以及后续用于验证判断的关键指标。

10—100跟踪验证：让现实持续修正模型

研究进入跟踪阶段后，需要结合真实经营数据、产业交流与客户沟通，持续检验原有假设。通过对比实际结果与预测，识别偏差、分析原因，并及时修正模型参数、盈利预测与估值判断。



阶段产出：验证记录丨偏差归因丨模型参数修正丨更新后的预测与估值

持续跟踪的价值，在于通过新的证据不断检验原有认知。减肥进入长期实践后，实际效果可能受到作息、饮食执行与身体反馈等多方面影响，原先的方案也需要根据结果调整。产业研究同样需要通过经营数据和产业一线反馈，区分短期波动与趋势变化，检验核心假设，并根据证据修正变量权重、影响幅度与传导时滞。每一轮验证都应推动研究结论进一步完善，使后续预测与价值评估建立在更充分的事实和更清晰的逻辑之上。

02生猪：周期品的供需从0到100

研究创造价值

生猪行业 0-1：变量—传导—结果，一条因果链读懂行业

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

行业研究的第一步，是把散落的信息整理成「变量 → 传导 → 结果」的因果链：母猪决定出栏，时滞造成错配，供需决定猪价，价格与成本的差额决定利润和现金流，现金流再反过来驱动产能的扩张与退出。

行业运行逻辑：变量 → 传导 → 经营结果

① 产能与周期

能繁母猪存栏与繁育效率，决定约10个月后的商品猪出栏节奏

② 供需错配

生产时滞使供给无法即时响应价格，涨价扩产、跌价去化，周期由此形成

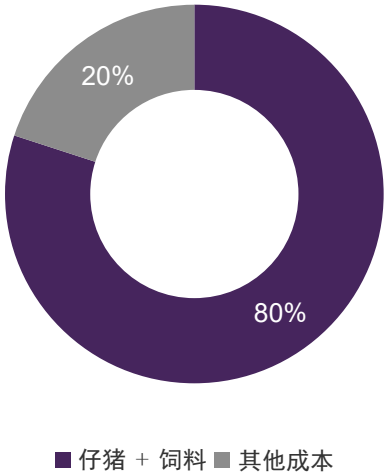
③ 猪价波动

短期由供需决定（需求约5373万吨），长期中枢为成本12元/kg

④ 利润与产能

价格与成本的差额决定盈利与现金流，驱动产能扩张或退出

成本模型：仔猪 + 饲料双核心，合计约80%（取整结果）



· 完全成本 = 饲料 + 仔猪 + 其他，杂项（疫苗、人工、折旧）占比有限

· 仔猪成本 = 母猪全生命周期投入逐级摊销

现金流模型：剥离非付现成本，划清两条成本线

猪价与成本线的三种状态，决定去化速度

猪价 > 完全成本
盈利兑现，产能扩张动力充足

现金成本 < 猪价 < 完全成本
日常经营现金流尚可维持，去产能动力有限

猪价 < 现金成本（红线）
持续失血，迫使产能加速退出

资料来源：国家统计局、中国畜牧业协会、山东省畜牧兽医局、宜昌市畜牧兽医中心、中国农业大学、涌益咨询、中国建筑科学研究院建筑防火研究所、华鑫证券研究等

生猪公司 0-1：盈利机制与竞争优势，寻找好公司的标准是什么？

公司研究要回答两个问题：利润从哪里来，优势能否持续。利润 = 销售价格 − 单位成本；竞争优势最终落到单位成本、生产效率与现金流上，并通过人·钱·事回溯公司历史行动，验证其持续性与纪律性。

盈利机制与竞争优势：利润如何形成，优势如何验证

利润形成机制

销售价格 − 单位成本
→ 单位盈利与周期弹性；
猪价决定弹性，成本决定底线

竞争优势体现

养殖效率、饲料与仔猪成本、生产管理，以及资金周转与低谷期承压能力

如何验证

持续跟踪三件事：单位成本、生产效率、盈利与现金流

研究追问

降本来自自身效率，还是原料价格与景气？
猪价变化时，成本优势能否持续？

牧原股份丨极致成本控制

11.4元/kg 2026年10月完全成本 · 行业领先

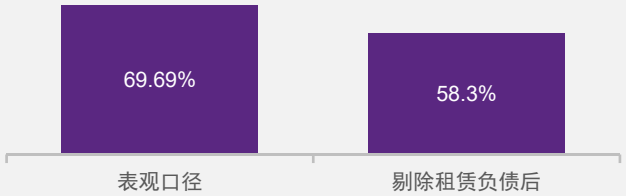
- 事：轮回二元育种 → 种猪 100% 自供
- 事：低蛋白日粮 →2025年豆粕添加量已经从13% 降到 5% 左右
- 事：2026年1到9月屠宰产能利用率超 100%，出海越南
- 人：多期员工持股绑定基层利益
- 钱：2026Q3经营现金流 29.83 亿，承诺分红率 ≥40%
- 钱：定增+可转债匹配扩张，2026年布局约3100 万头屠宰产能

德康农牧丨轻资产模式验证

35.48亿元 五年经营净利之和（2021-2025）

2026年9月完全成本 11.6 元/kg

- 模式：二号家庭农场，农户承担繁育环节资本开支



2026H1德康农牧资产负债率示意图

正邦科技丨重整后体系重塑

- 历史：四抢激进扩张 → 资产负债率失控、流动性危机
- 重塑：内化双胞胎一站式管理体系
- 赋能：复用双胞胎饲料平台与精细化管理体系
- 成效：轻资产育肥模式，育肥成本显著优化

资料来源：iFinD、牧原股份调研活动信息、牧原股份年度报告、新华社、财联社、德康农牧公司财报及招股说明书、华鑫证券研究等

生猪赛道 1-10：行业定情景、公司定弹性，我们如何预判未来？

形成判断要回答三个问题：周期改善的概率有多大？判断兑现的赔率有多高？定价里计入了多少预期？先锁定行业核心假设、推演情景，再把同一套方法向下拆解为公司增长方程验证逻辑，最后比较情景、形成价值判断。

行业：核心假设 → 变量预测 → 情景推演

核心假设：供给节奏决定猪价区间，单位成本决定盈利弹性

变量预测：以领先指标预判方向

领先指标：　仔猪价格 · 淘汰母猪价格

重构预判体系的新变量：　有效供给量 · 弱需求

情景推演：当下产业状态 + 历史周期规律

偏强情景　供给收缩更快
赋予发生概率 → 推测上行盈利弹性

基准情景　供需按预期改善
赋予发生概率 → 推测中性盈利路径

偏弱情景　供给去化较慢
赋予发生概率 → 推测低谷存活概率

公司：增长方程 → 验证变量 → 情景推演

拆解增长方程：把「公司怎么赚钱」拆成可验证变量

成本位置 × 现金流安全 × 模式弹性

——方程结构不同，跟踪的变量与节奏就不同

跟踪验证变量：用报表与高频数据逐年检验

出栏兑现与成本分位检验假设，经营现金流验证安全边际；

逐年对照、动态修正

情景推演：行业情景 × 公司位置 → 盈利弹性

猪价情景映射到各成本位置的盈利弹性区间；

推演路径与幅度，形成价值判断

资料来源：华鑫证券研究

生猪赛道 10-100：跟踪验证，判断现实是否符合预期

跟踪验证回答一个问题：现实是否符合预期？围绕核心假设做观察与验证；一旦触发修正条件，归因偏差、修正预测与估值，研究在假设 — 验证 — 修正中持续迭代。

跟踪层次：从核心假设到触发修正

核心假设

供给变化将沿生产周期（约10个月）影响猪价和盈利

领先观察 | 1-3 个月

- 压栏与恐慌性抛售互为反映，影响当期有效供给
- 冻品库存发挥蓄水池效应，低买高卖
- 猪价偏离均衡约1~2 元/kg；均衡模型算中枢，高频数据定节奏

经营验证 | 3 个月-1 年

- 按月跟踪出栏均重、仔猪价格、能繁母猪存栏环比
- 验证去化预期与现实进度是否偏离

触发修正

- 供需传导节奏偏离
- 成本优势明显收窄
- 修正预测与估值

研究闭环

1. **原始假设** 供给变化沿生产周期影响猪价与盈利
2. **跟踪数据** 能繁母猪、出栏均重、仔猪价格、原料价格、淘汰母猪价格
3. **实际与预期对照** 逐项核对核心假设是否兑现
4. **偏差归因** 供需传导偏离，或成本优势明显收窄
5. **修正预测与估值** 更新后的结论、预测与估值依据

产业微观实证 → 模型动态迭代

反馈参数，重新校准 ↺

① 深入产业一线：猪企 · 饲料贸易商 · 屠宰加工企业

② 跟踪微观真实：二次育肥真实情绪 · 产能出清实际阻力

③ 反向修正参数：社会损耗系数 · 育肥风险成活率 · 出肉折算比

④ 模型自我进化：比对预测与实际落地偏差，循环迭代

资料来源：华鑫证券研究

03 宠物：消费品的品牌从0到100

研究创造价值

宠物行业 0-1：双重刚需驱动，一条因果链验证好生意

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

行业研究的第一步，是把散落的信息整理成「变量 → 传导 → 结果」的因果链：双重刚需驱动需求升级，需求决定市场扩容，品牌与渠道决定份额分配，单位经济决定利润转化——四步走完，宠物赛道是不是一门「好生意」就有了答案。

① 需求与升级

双重刚需：生理刚需（代谢·排泄·防疫）+情感连接（慰藉·去孤独感）

② 市场扩容

养宠渗透率 × 单宠消费升级，数量与价格都存在上升空间；筛选三大核心子赛道：主粮 · 猫砂 · 疫苗

③ 竞争与份额

品牌、产品、渠道决定份额分配，心智与效能决定终局地位

④ 收入与盈利

单位经济与费用效率决定利润转化；核心标的：乖宝宠物 · 中宠股份

成长空间：第一性原理测算天花板

城镇户数 × 养宠渗透率 × 户均养宠量 × 单只生理年需求 × 产品单价

猫狗主粮市场总空间：2400亿元左右

盈利能力：成本费用拆解

17.1% 加工制造费用占单位出厂成本比例

稳态理论净利率 15%

21% ROE（杜邦测算）

资料来源：国家统计局、2026年中国宠物行业白皮书、光明网、iFinD、fediaf、坪山区城市管理和综合执法局、派读宠物行业大数据、观研天下网、华鑫证券研究等

宠物公司 0-1：四维度拆解，好公司的标准是什么

公司研究要回答一个问题：什么样的公司能在宠物食品行业长期胜出。从产能、成本、费用、品牌四个维度拆解乖宝与中宠—— 好公司的标准逐渐清晰。

产能 · 成本 · 费用 · 品牌：四个维度拆解，好公司的标准是什么

	乖宝宠物	中宠股份
产能	2020-2025年产量从9.76万吨→28.06 万吨； 2027年新建产能集中释放，承接增量需求	零食满产、干粮爬坡，六国生产体系完成搭建； IPO、发行可转债、增发多渠道募资，推动产能释放
成本	2022年以来，每吨宠物食品生产成本总体下降，直接材料、人工费用总体呈现下降趋势； 叠加产品提价，毛利率 32.59%→42.49%（2022-2025）	2022-2025年，零食单位收入营业成本 81.4→70.7 （单位：元/百元收入），成本率累计下降 10.7pct； 2020-2025年单位制造费用 CAGR -7.22%
费用	销售费用2025年达15.27 亿，同比增长约45%	2025年销售费用占期间费用约 63%，其中业务宣传费及销售服务费2017-2025年CAGR达 45.3%； 费用投向自主品牌建设，2017-2025年销售团队人均创收 CAGR达11.95%
品牌	2025年自有品牌收入占比达73%以上，成为公司发展核心引擎	2026年ZEAL、顽皮、领先三品牌多品类位于天猫热销榜前列； 2017-2025年境内收入1.56 亿→18.73 亿元，CAGR达 36.4%

乖宝宠物 | 人 · 钱 · 事

- 人：2024、2025两期股权激励，绑定销售、电商、品牌核心人员
- 钱：2023-2025年资产负债率均值16.3%，低于主要同行，总资产周转率均值为1.25次
- 事：2027年新建产能集中释放，支撑份额继续提升

中宠股份 | 人 · 钱 · 事

- 人：2024-2025年持股员工63→69人，延伸管理层核心技术业务
- 钱：2023-2025年资产负债率均值42.94%，高杠杆由高周转对冲，扩张风险可控
- 事：全球化生产体系，新西兰、墨西哥基地深化全球布局

资料来源：iFinD、乖宝宠物招股说明书、乖宝宠物年报、中宠股份年报、中宠股份公司可转债募集说明书、中宠股份官网、中宠2024年员工持股计划（草案）摘要、华鑫证券研究等

宠物赛道 1-10：行业验证闭环 + 公司增长方程，锚定终局定价

形成判断要回答三个问题：成长兑现的概率有多大？品牌优势带来的赔率有多高？定价里计入了多少预期？先锁定核心假设，用「品牌声量→利润兑现」闭环验证，再向下拆解公司增长方程的验证逻辑，最后锚定终局定价。

行业：核心假设 → 验证闭环 → 终局定价

品牌心智价值与渠道与供应链效能共同决定终局定价

跨越价格战的品牌护城河 + 高度整合的运营效率 = 市场竞争的优胜者

核心假设：成长判断围绕需求与利润兑现展开

1. **行业增速** 需求与升级决定扩容速度
2. **品牌份额** 品牌、产品、渠道决定份额分配
3. **利润率** 单位经济与费用效率决定利润转化

验证闭环：品牌声量 → 渠道效能 → 营收扩张 → 利润兑现

经营推演 需求扩张与份额提升推动收入；

产品结构、费用效率决定收入能否转化为利润

公司：增长方程 → 验证变量 → 情景推演

拆解增长方程：把「公司怎么赚钱」拆成可验证变量

品牌势能 × 份额 × 净利率，产能周期 × 利用率 × 结构

——方程不同，验证的变量与节奏不同

跟踪验证变量：用报表与高频数据逐年检验

产能消化与终端动销检验假设，费用效率看费率与人效的边际变化；

逐年对照、动态修正

情景推演：费用与价格战情景 ×消化节奏 → 修复路径

推演净利率修复的路径与弹性区间；

推演路径与幅度，得出相关结论

资料来源：华鑫证券研究

宠物赛道 10-100：跟踪验证，现实是否符合预期

跟踪验证回答一个问题：现实是否符合预期？用线上销售与线下周转的高频数据对照假设；一旦触发修正条件，及时上调确定性、评估扰动或下调预期，让认知模型在「假设 — 验证 — 修正」的闭环中持续迭代。

跟踪层次：从核心假设到触发修正

核心假设	领先观察丨线上销售	经营验证丨线下周转	触发修正
品牌能力与产品升级带动份额提升，推动收入与利润增长	· 品类需求、品牌销售、渠道和产品结构 · 天猫 / 京东 / 抖音大促与日常周期真实销售额 · 行业排名位次与折扣促销力度	· 品牌收入、利润率、费用效率与现金流 · 终端动销周转天数、临期库存、经销商提货意愿 · 核验终端真实开袋消费，防范渠道压货虚假繁荣	· 收入增长弱于投入 · 利润兑现持续不及预期 · 触发即修正预测、估值与标的评级

研究闭环

1. **原始假设** 品牌能力与产品升级带动份额提升
2. **跟踪数据** 品类需求、品牌销售、渠道与产品结构
3. **实际与预期对照** 核对份额提升与利润兑现进度
4. **偏差归因** 增长弱于投入，或利润持续不及预期
5. **修正预测与估值** 更新认知模型、预测与标的评级

反馈机制：在动态偏离中修正终局认知

上调确定性：头部品牌自然复购强化、费用率摊薄 → 提升核心龙头确定性评级

评估扰动：鲜肉烘焙粮 / 生骨肉冻干等新工艺迭代、外资品牌价格反扑 → 评估防御策略对利润率中枢的影响

下调预期：流量碎片化、新锐白牌迭起、头部份额难破瓶颈 → 下调终局集中度与速度预期

资料来源：华鑫证券研究

风 险 提 示

高频数据的噪音误判风险：10-100的过程依赖线上动销、线下周转等高频数据做跟踪验证。高频数据噪音大、口径不稳定，把季节性波动和口径调整误读为趋势变化，会在现实没有偏离假设时过早触发"修正"。

渠道结构变化风险：若量贩、直播电商等强渠道份额快速提升，渠道会分走本属于品牌方的利润，即使品牌力和运营效率都没有恶化，收入到利润的转化率也会下移。

关键假设被证伪风险：本报告的预测与判断依赖领先指标与高频跟踪数据，若指标出现失真或时滞，或现实路径持续偏离核心假设而修正不及时，投资价值判断可能出现偏差。

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，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周期+消费研究。

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。

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。

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。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值

报告编号：261127155919