下载日志已记录，仅供内部参考

农林牧渔

猪周期：规模化浪潮后，为何“金猪”不再？

周期困境：猪价十年新低，行业深度亏损。全国外三元生猪价格在今年 4 月最低跌至 8.82 元/公斤，单头养殖亏损最大达 576.82 元/头，创近十年历史极值，本轮周期亏损时段占比已达 49%。生猪期货同步创近五年新低，最低跌至 9055 元/吨，行业呈现“低中枢、弱弹性、长低迷”的全新周期特征，盈利修复难度加大。

供需错配原因：生产力提升与需求变迁的矛盾显现。

生产力全面提升：强者的规模与效率的乘数效应。规模养殖企业凭借技术进步，养殖效率提升，2026 年行业 PSY 提升至 21 头以上，头部规模养殖场 PSY 达 31 头以上，叠加前期能繁母猪存栏维持在 4000 万头左右高位，量质齐升导致育肥猪出栏量达 7 亿头左右，同时生猪成交均重抬升至 123 公斤以上，供给刚性显著增强。

需求端结构性变迁：从鲜冻比例到肉类多元化。消费复苏节奏放缓，猪肉净进口量回落至近十年低位；生猪鲜销率持续下滑，冻品库存累积至历史高位；预制菜市场规模持续扩大，叠加蛋白消费结构升级，猪肉需求价格弹性大幅下降，长期消费空间被挤压。

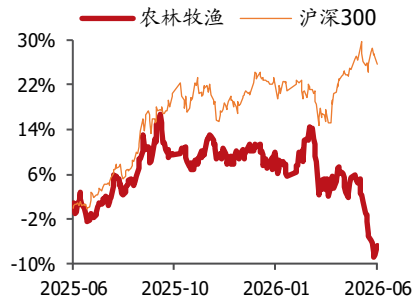
政策端托底：调控力度持续升级。猪粮比最低跌至 3.79，突破国家发改委设定的过度下跌一级预警线，中央+地方联动收储全面启动。本轮政策从 2024 年下调能繁母猪目标起，逐步升级至强监管干预，形成覆盖产能、资金、价格的完整组合拳。截至 2026 年一季度，能繁母猪已连续 9 个月环比回落，3 月全国新生仔猪数量同比出现 17 个月来首次下降，产能去化已传导至供给端。

投资建议：维持生猪养殖行业**“增持”**评级。随着产能调控效果逐步显现，生猪供需将从全面过剩逐步向紧平衡过渡，猪价有望开启趋势性上涨。建议重点布局两条主线：一是成本领先、现金流充裕的全国性龙头企业；二是产能弹性充足的区域优势二线企业。

风险提示：产能去化钝化风险；需求结构性疲软风险；冻品库存压制风险；政策执行不及预期风险；养殖行为放大波动风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 **张斌梅**

执业证书编号：S0680523070007

邮箱：zhangbinmei@gszq.com

分析师 **沈嘉妍**

执业证书编号：S0680524040001

邮箱：shenjiayan@gszq.com

相关研究

1、《农林牧渔：强厄尔尼诺预期增强，关注农产品价格催化》 2026-05-31

2、《农林牧渔：板块近期连续走弱，政策催化后市可期》 2026-05-25

3、《农林牧渔：新版生猪产能调控方案出台，板块持续催化》 2026-05-18

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、周期困境：猪价十年新低，行业深度亏损 3
1、猪价一再突破历史低位 3
2、全行业深度亏损 4
二、“金猪”不再？生产力提升与需求变迁的矛盾显现 6
1、生产力全面提升：强者的规模与效率的乘数效应 6
2、需求端结构性变迁：从鲜冻比例到肉类多元化 9
三、政策组合拳密集出台，供需格局有望改善 12
四、投资建议 14
风险提示 14

图表目录

图表 1：猪周期生猪价格走势（元/公斤） 3
图表 2：猪周期生猪价格情况 4
图表 3：生猪期货收盘价（元/吨） 4
图表 4：全国生猪进入深度亏损（元/头） 5
图表 5：自繁自养与外购仔猪养殖利润率走势（%） 5
图表 6：玉米、豆粕、生猪成本走势（左：元/吨，右：元/头） 5
图表 7：供需错配传导图 6
图表 8：母猪 PSY 水平（头） 7
图表 9：集团、散户出栏权重 7
图表 10：20 强猪企出栏占比 7
图表 11：养殖场 PSY 平均值（头） 7
图表 12：能繁母猪存栏高位（左：万头，右：%） 8
图表 13：仔猪价格同比变化和毛利走势（左：元/头，右：%） 8
图表 14：仔猪价格走势（元/公斤） 8
图表 15：育肥猪出栏量高位（千头） 9
图表 16：生猪成交均重中枢提升（千克） 9
图表 17：宏观消费处于修复期（%） 9
图表 18：猪肉进出口量（千吨） 9
图表 19：中国预制菜行业市场规模（亿元） 10
图表 20：屠宰开工率、生猪鲜销率与冻品库存走势（%） 10
图表 21：冻品库存与鲜冻品肉价差走势（元/公斤） 10
图表 22：猪牛羊批发价格走势（元/公斤） 11
图表 23：肉类人均消费量走势（千克/人） 11
图表 24：猪粮比向下突破 5:1 12
图表 25：猪粮比预警等级划分 12
图表 26：历史猪价与政策节点图（元/公斤） 13
图表 27：本轮猪周期政策汇总表 13

下载日志已记录，仅供内部参考

一、周期困境：猪价十年新低，行业深度亏损

1、猪价一再突破历史低位

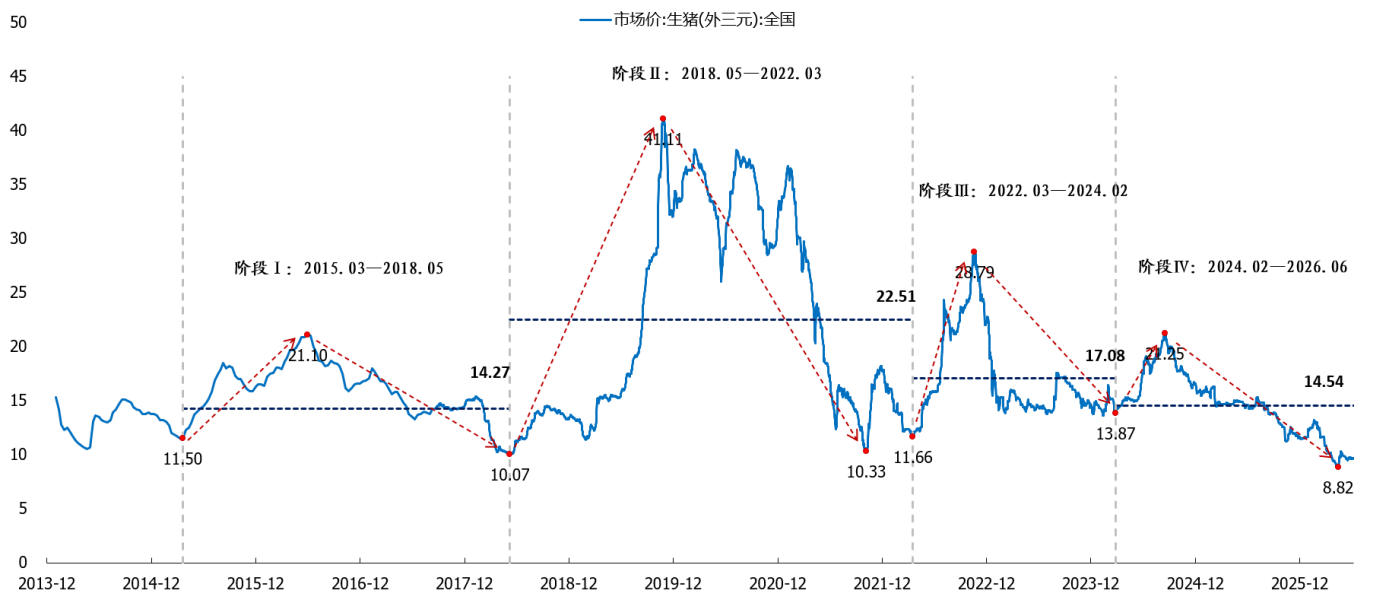
生猪现货价格低位震荡，突破近十年新低。学界与产业对于猪周期划分多样，我们从历史规律出发，发现每一轮猪价相对流畅的上行前都会出现 2 次探底的“W”形态，因此我们划分周期的方法是将单边上行期至下行期的第 2 次探底为一轮周期。

从全国外三元生猪市场价走势来看，2015 年至今我国生猪市场共经历四轮完整周期，价格中枢呈现逐级下移态势。

- 阶段I（2015.03-2018.05）为传统周期常态，价格中枢约 14.27 元/公斤，低位价格达 10.07 元/公斤；
- 阶段II（2018.05-2022.03）受非洲猪瘟冲击，产能缺口推升超级周期，价格中枢抬升至 22.51 元/公斤，峰值突破 40 元/公斤；
- 阶段III（2022.03-2024.02）为产能修复后的回归周期，中枢回落至 17.08 元/公斤，底部约为 11.66 元/公斤；
- 阶段IV（2024.02 至今）价格中枢进一步下移至 14.54 元/公斤，阶段最低价格跌至 8.82 元/公斤，创近十年周期低点，显著低于历史常规底部区间，规模养殖企业普遍陷入持续亏损状态。

本轮周期价格表现与历史周期存在显著差异：不仅价格中枢持续下移，底部支撑位不断下探，且价格反弹高度、持续性均大幅弱于以往周期，呈现出“低中枢、弱弹性、长低迷”的核心特征，行业盈利修复难度显著加大。

图表1：猪周期生猪价格走势（元/公斤）



资料来源：同花顺 i

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：猪周期生猪价格情况

周期时段	最高价格（元/公斤）	涨幅	价格低位（元/公斤）	跌幅	猪价中枢（元/公斤）
2015/03-2018/05	21.1	83.48%	10.07	-52.27%	14.27
2018/05-2022/03	41.11	308.24%	10.33	-74.87%	22.51
2022/03-2024/02	28.79	146.91%	13.87	-51.82%	17.08
2024/02-2026/06	21.25	53.21%	8.82	-58.49%	14.54

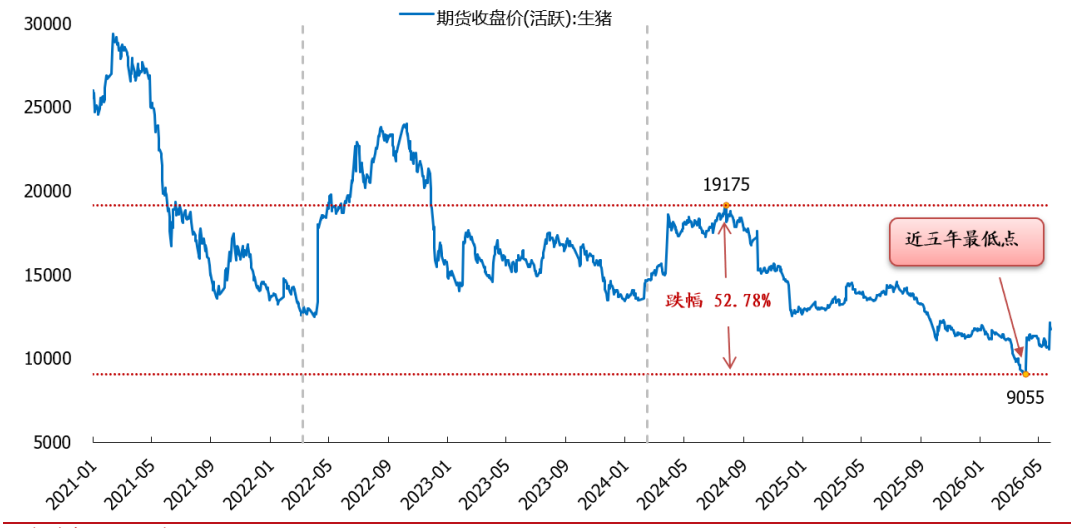
资料来源：同花顺 i
注：数据统计截至 2026/06/06；涨幅=最高价格/周期起点低价，跌幅=价格低位/最高价格。

生猪期货价格同步创近五年新低，市场预期有待回暖。生猪期货活跃合约收盘价走势显示，自 2021 年高点回落以来，价格持续震荡下行，4 月 13 日价格最低跌至 9055 元/吨，创下近五年新低，本轮周期（2024/02—2026/06）内的最大跌幅达 52.78%。

期货价格的下跌趋势一方面反映了供需宽松的基本面；另一方面，产业客户通过期货进行套保的行为也进一步压制了价格修复空间。

自创下近五年新低后，期货价格出现边际小幅反弹，不过仍处于历史价格低位，表明市场对短期内供需格局逆转、生猪价格大幅反弹的信心有待加强，市场预期有待进一步回暖。

图表3：生猪期货收盘价（元/吨）



资料来源：同花顺 i

2、全行业深度亏损

本轮猪周期全行业亏损幅度较深、持续时间超预期。当前核心盈利指标均处于历史底部，全行业陷入持续性深度亏损。

单头亏损创近十年新高，行业亏损时长占比近半。本轮周期（2024/02—2026/06）内，全国生猪单头亏损额扩大至-576.82 元/头，创近十年历史新高，显著高于前几轮周期的底部亏损水平。同时本轮周期(阶段Ⅳ)中，行业处于亏损状态的时段占比已达 49%，且亏损趋势仍在延续，低价运行时长拉长。

对比历史周期，非洲猪瘟催生的超级周期（阶段Ⅱ）曾录得单头超 3000 元的盈利峰值，但本轮周期盈利修复高度不足、持续性偏弱，行业整体呈现“高收益期缩短、低收益期拉长”的不对称特征。

下载日志已记录，仅供内部参考

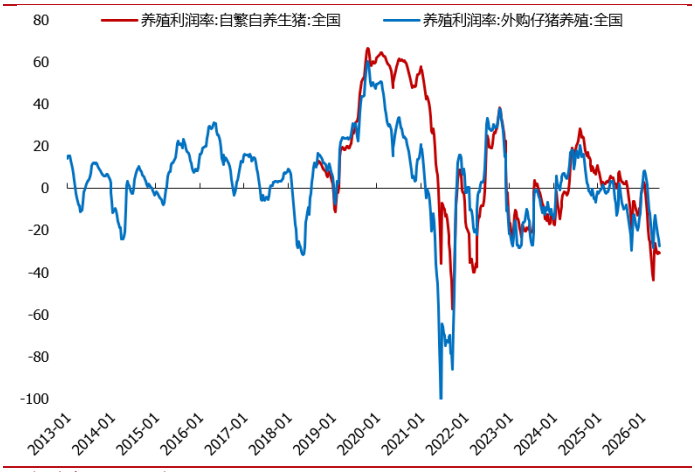
主流养殖模式盈利恶化。自繁自养与外购仔猪两大主流养殖模式利润率同步急速下跌，截至 6 月 5 日，自繁自养生猪养殖利润率为-31.01%，外购仔猪养殖利润率为-27.58%，表明行业内不同成本梯队的养殖主体均已陷入亏损，中小散户及外购仔猪模式的生存压力尤为突出。

图表4：全国生猪进入深度亏损（元/头）



资料来源：同花顺 i

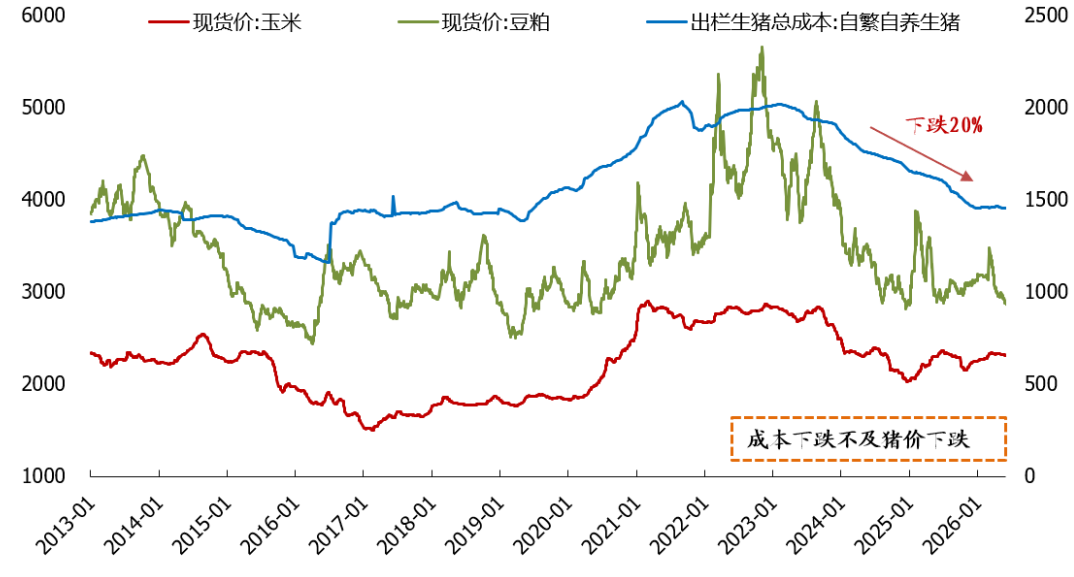
图表5：自繁自养与外购仔猪养殖利润率走势（%）



资料来源：同花顺 i

成本下跌幅度不及猪价下跌幅度。自 2024 年以来玉米、豆粕等主要饲料原料价格有所回落，带动自繁自养生猪出栏总成本从 2023 年的高点逐步下行。本轮周期生猪总成本下跌 20%，猪价下跌 58%，成本端降本不足以弥补猪价下跌带来的损失，行业仍处于深度亏损状态。

图表6：玉米、豆粕、生猪成本走势（左：元/吨，右：元/头）



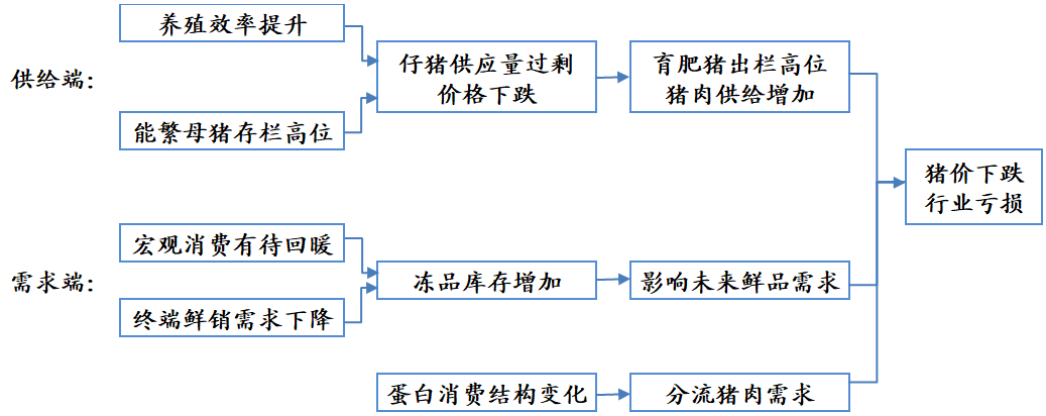
资料来源：同花顺 i

下载日志已记录，仅供内部参考

二、“金猪”不再？生产力提升与需求变迁的矛盾显现

供需错配是当前生猪板块低迷的核心原因。供给端规模企业养殖效率显著提升，叠加前期能繁母猪存栏高位，量质齐升带来猪肉的供给过剩；需求端猪肉需求承接不足，供给收缩滞后与需求疲软的背离，最终导致本轮猪周期猪价下跌，行业亏损。

图表7：供需错配传导图



资料来源：国盛证券研究所绘制

1、生产力全面提升：强者的规模与效率的乘数效应

生猪养殖效率的系统性提升，是本轮周期供给过剩的核心支撑。近几年我国能繁母猪 PSY 水平（每头母猪年提供断奶仔猪数）呈现逐年稳步上升态势。2025 年 PSY 已突破 21 头，2026 年 5 月达到 21.2 头，较 2020 年提升约 2 头，较近几年最低点提升超 5 头。

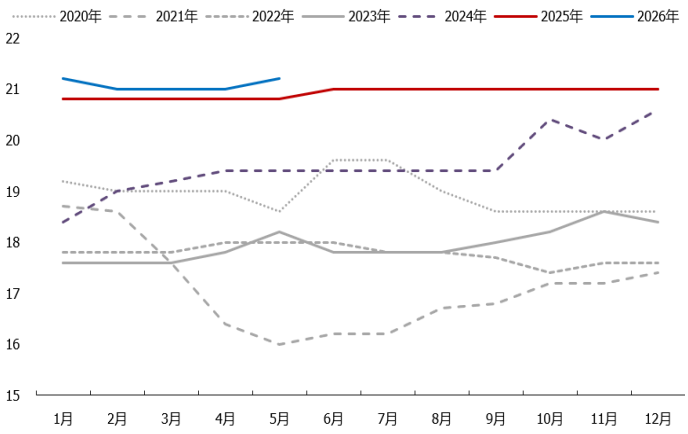
这一提升源于行业结构升级与技术进步的双重驱动：

- 一方面，行业集中度快速提升，2026 年 4 月集团场出栏占比突破 85%，20 强猪企出栏占比从 2018 年的 9.87%攀升至 2025 年的 35.98%；
- 另一方面，头部养殖场凭借育种改良（如基因组选择育种、二胎综合征分子标记选育）、设施智能化与生物安全体系升级，养殖效率显著领先，2025 年最高 10%养殖场 PSY 已达 31.54 头，较行业平均高出 29.6%。

规模场占比持续提升叠加其自身技术优势的放大效应，共同推高了行业整体生产效率，使得同等能繁母猪存栏对应的有效供给量显著高于历史周期，每年可提供的仔猪数量显著增加，养殖效率的进步放大了生猪供给弹性，成为本轮周期供给过剩的重要推手。

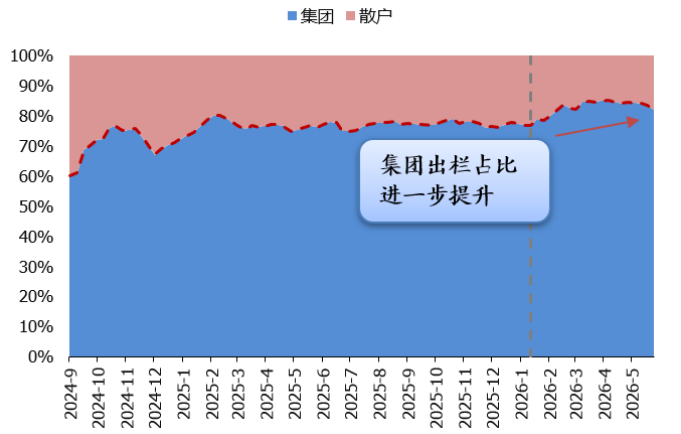
下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：母猪 PSY 水平（头）



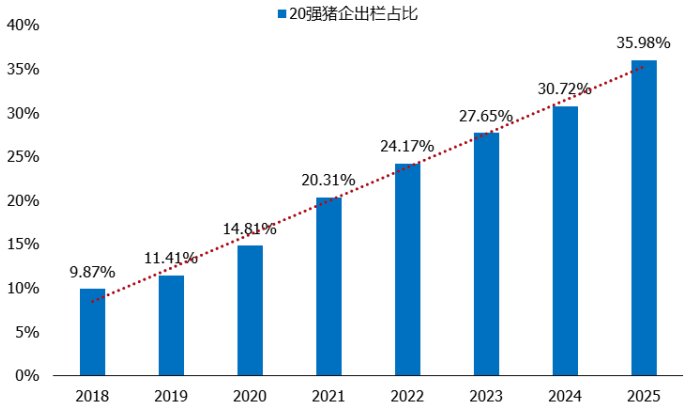
资料来源：同花顺 i

图表9：集团、散户出栏权重



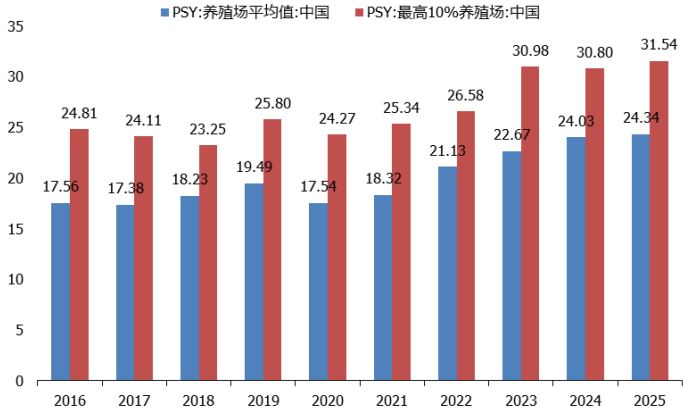
资料来源：涌益咨询数据库，国盛证券研究所

图表10：20 强猪企出栏占比



资料来源：猪业高层交流论坛公众号，同花顺 i

图表11：养殖场 PSY 平均值（头）



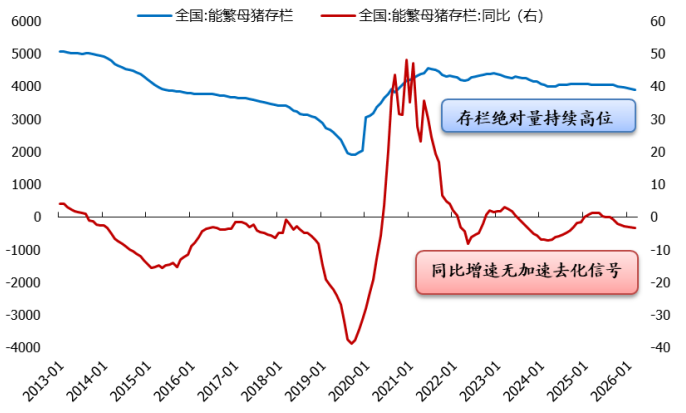
资料来源：同花顺 i

能繁母猪量质双升，仔猪供给过剩。前期能繁母猪存栏绝对量维持在 4000 万头左右的历史高位，26 年一季度，能繁母猪存栏绝对量降至 3904 万头，但同比增速仍未出现加速去化信号；叠加行业养殖效率系统性提升，同等存栏对应的仔猪供给量显著增加，导致前期仔猪供应过剩、价格同比大幅下跌，仔猪毛利转负，养殖户补栏意愿低迷。



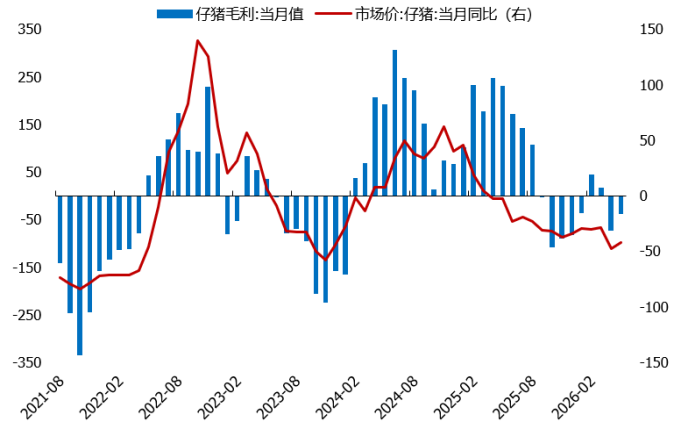
下载日志已记录，仅供内部参考

图表12：能繁母猪存栏高位（左：万头，右：%）



资料来源：同花顺 i

图表13：仔猪价格同比变化和毛利走势（左：元/头，右：%）



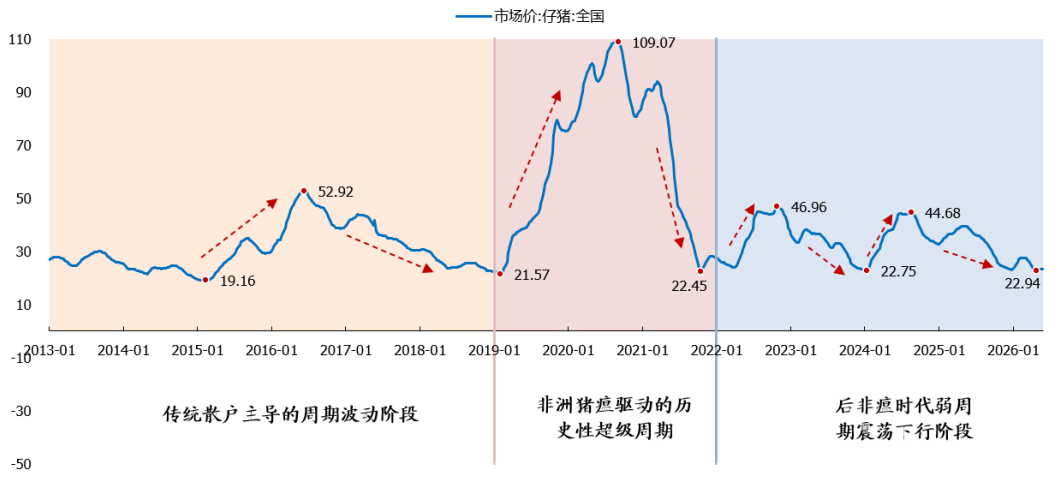
资料来源：同花顺 i

仔猪价格作为养殖盈利预期的先行指标，可以反映未来 6-10 个月生猪出栏压力。从 2013 年-2026 年仔猪价格历史阶段来看：

- 2013-2019 年初，**传统散户主导的常规猪周期阶段**。行业供需相对平稳，仔猪价格呈现 3-4 年完整周期波动，中枢 20-50 元/公斤，核心源于散户产能随盈亏灵活调整；
- 2019-2022 年初，**非洲猪瘟超级周期**。受非洲猪瘟影响，国内产能毁灭性破坏与恐慌性补栏需求叠加，仔猪价格暴涨至 109.07 元/公斤的历史峰值；
- 2022 年至今，**后非瘟时代的弱周期波动**。仔猪价格在 23-47 元/公斤区间震荡，整体呈现下行趋势，波动幅度收窄，周期长度缩短，本质是集团场主导下供给刚性增强，传统“价跌去产能”逻辑失效。

当前仔猪价格回落至 23 元/公斤左右的历史低位，表明养殖户对后市盈利预期悲观，补栏意愿不足；**若价格持续维持低位，将加速能繁母猪产能去化，进而推动行业逐步走出底部区间，酝酿出新一轮猪周期的拐点。**

图表14：仔猪价格走势（元/公斤）

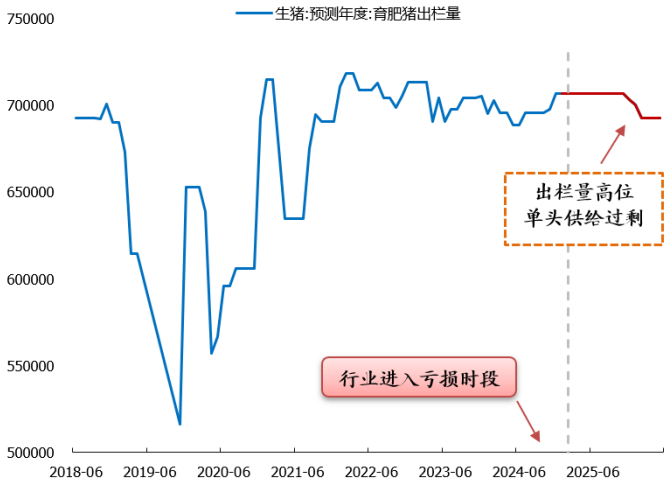


资料来源：同花顺 i

前期过剩的仔猪逐步转化为育肥猪产能，补栏产能持续集中释放形成刚性出栏压力，2025 年以来全国育肥猪出栏量持续维持在 7 亿头左右的高位，2026 年 2 月以来才勉强回落至 7 亿头以下，同时生猪成交均重中枢从 2023 年的 110 公斤左右抬升至 123 公斤以上，规模场通过压栏平滑亏损的行为进一步放大了实际猪肉供给量。**出栏量高位与均重抬升的双重作用，最终形成了猪肉的过度供给格局。**

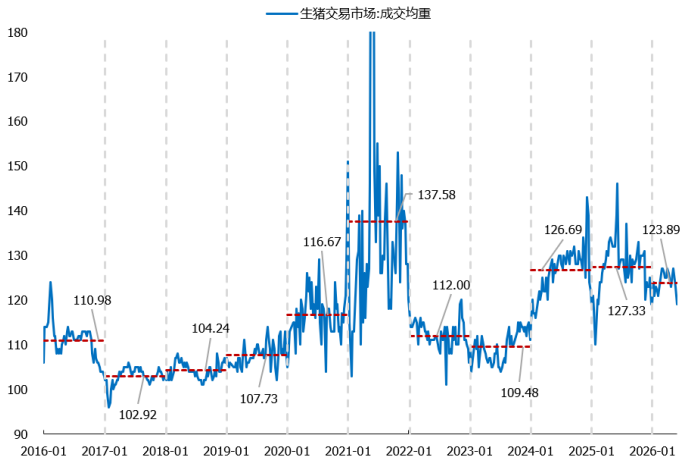
下载日志已记录，仅供内部参考

图表15：育肥猪出栏量高位（千头）



资料来源：同花顺 i

图表16：生猪成交均重中枢提升（千克）



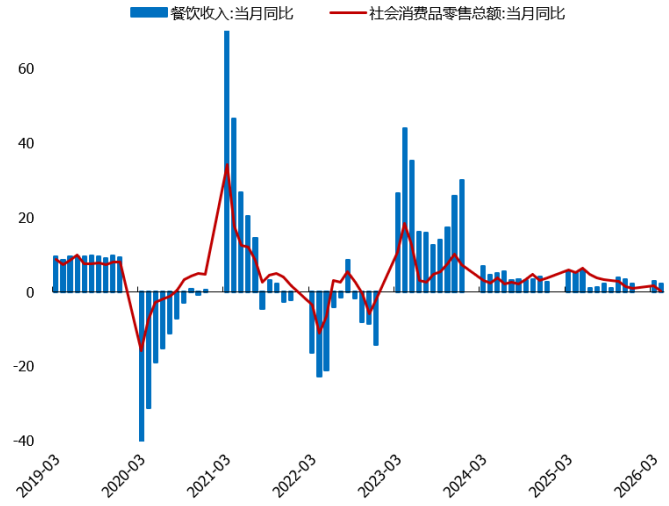
资料来源：同花顺 i

2、需求端结构性变迁：从鲜冻比例到肉类多元化

需求端短期复苏乏力叠加滞后供给压力，进一步加剧了本轮猪肉供需失衡。当前消费复苏节奏放缓，餐饮收入增速维持低位，终端猪肉消费需求偏弱。近两年猪肉净进口量进一步回落至近十年低位，国内供给已充分替代进口需求，侧面印证了当前国内猪肉市场供过于求的格局。

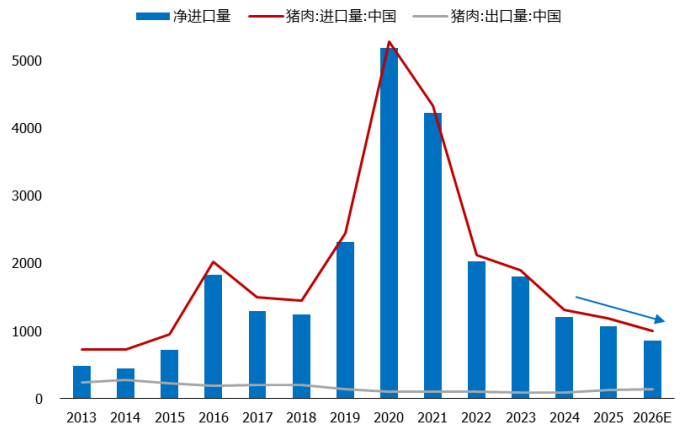
行业层面，生猪鲜销率持续下滑，而上游屠宰端供给呈现刚性，导致国内冻品库存快速累积至历史高位。长期来看，冻品库存本质是当期未消化的猪肉转化为“滞后供给”，未来猪价稍有反弹便会面临集中抛售压力，进一步压制猪肉价格。同时，中国预制菜行业快速扩张，据艾媒咨询发布的《2024-2025 年中国预制菜产业发展蓝皮书》，2026 年市场规模预计达到 7490 亿元，出于成本控制与工业化标准化生产要求，预制菜企业对冻品猪肉需求优于鲜品猪肉，这一特征将挤占鲜品猪肉的消费空间，而当前的供应比例仍不能有效匹配，导致鲜肉价格相对更显式微。

图表17：宏观消费处于修复期（%）



资料来源：同花顺 i

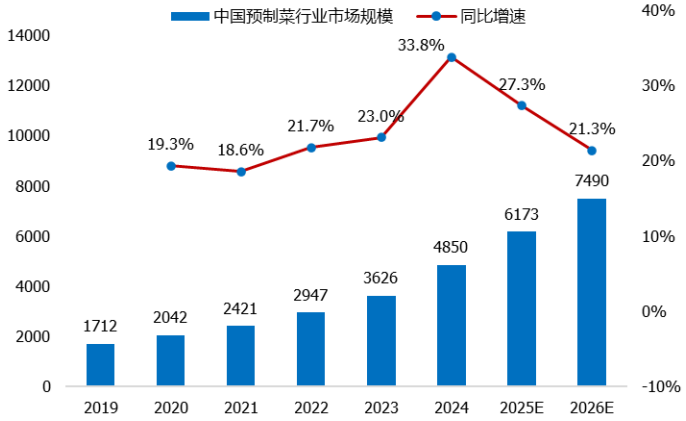
图表18：猪肉进出口量（千吨）



资料来源：同花顺 i

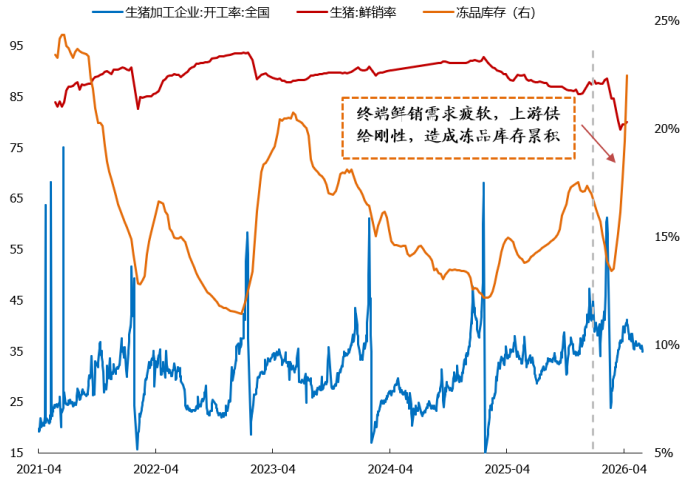
下载日志已记录，仅供内部参考

图表19：中国预制菜行业市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询《2024-2025 年中国预制菜产业发展蓝皮书》，国盛证券研究所

图表20：屠宰开工率、生猪鲜销率与冻品库存走势（%）



资料来源：同花顺 i

图表21：冻品库存与鲜冻品肉价差走势（元/公斤）



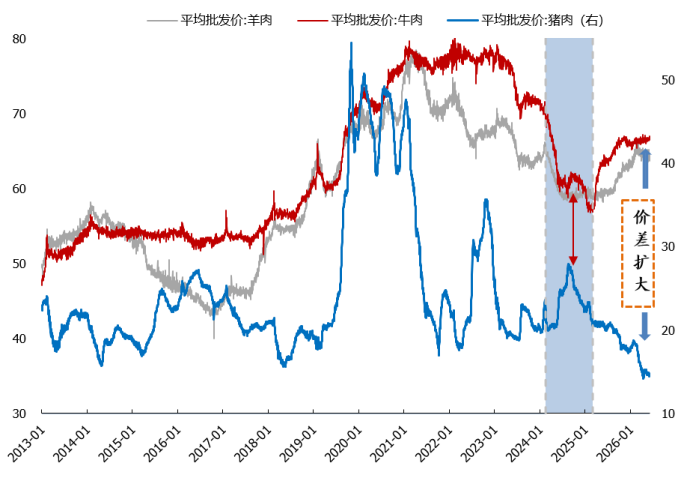
资料来源：同花顺 i

蛋白消费结构的趋势性演变，是本轮猪肉需求疲软的重要长期因素。2024-2025 年牛肉价格阶段性回落，与猪肉价差收窄，牛羊肉相对性价比提升，分流了部分猪肉消费需求；但 2025 年下半年以来，猪肉价格持续下跌，与牛羊肉价差显著扩大，其价格优势并未有效拉动消费。

从人均肉类消费量来看，猪肉人均消费量已进入平台期，而牛肉、家禽肉人均消费量保持稳步增长，表明猪肉需求价格弹性已大幅下降，消费需求较为饱和。这一变化反映出居民蛋白消费结构正在发生趋势性调整，健康化、品质化的消费理念逐步深入人心，高品质蛋白对猪肉的替代效应持续显现，进一步侵蚀了猪肉的长期消费空间。

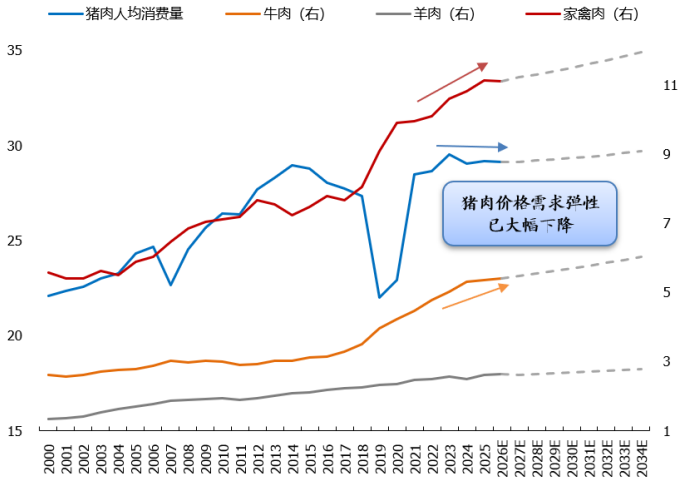
下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：猪牛羊批发价格走势（元/公斤）



资料来源：同花顺 i

图表23：肉类人均消费量走势（千克/人）



资料来源：同花顺 i

下载日志已记录，仅供内部参考

三、政策组合拳密集出台，供需格局有望改善

猪粮比跌破一级预警线，政策托底条件正式触发。猪粮比是衡量生猪养殖盈利水平的核心先行指标，当前全国猪粮比位于 4：1 附近，最低跌至 3.79，不仅大幅低于 6:1 的行业盈亏平衡点，更突破国家发改委设定的<5:1 过度下跌一级预警阈值。根据发改委《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》，该区间将启动中央与地方联动收储，必要时加大收储规模稳定市场预期，当前行业亏损程度已达政策干预关键节点，政策托底预期持续升温。

图表24：猪粮比向下突破 5:1



资料来源：同花顺 i

图表25：猪粮比预警等级划分

预警等级	猪粮比	政策应对
过度下跌一级预警	<5: 1	启动中央+地方联动收储，必要时加大收储规模
过度下跌二级预警	5: 1-6: 1	视情况启动地方收储，引导市场预期
过度下跌三级预警	<6: 1	不启动临时储备收储
过度上涨三级预警	>9: 1	不启动投放储备肉
过度上涨二级预警	10: 1-12: 1	视情况启动投放储备肉，平抑价格
过度上涨一级预警	>12: 1	启动中央+地方联动放储，加大投放力度

资料来源：国家发改委，国盛证券研究所

逆周期调控政策持续加码，生猪产能去化已传导至供给端。本轮调控从 2024 年下调能繁母猪目标起，逐步升级至强监管干预与全面托底，形成了覆盖产能、资金、价格的完整政策组合拳。农业农村部数据显示，2026 年一季度全国能繁母猪存栏降至 3904 万头，同比下降 3.3%，已连续 9 个月环比回落。更具先行意义的是，3 月全国新生仔猪数量同比出现 17 个月来首次下降，按照 10-12 个月的周期传导规律，2027 年初生猪出栏量将进入趋势性回落通道，行业供给过剩压力将得到实质性缓解。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表26：历史猪价与政策节点图（元/公斤）



资料来源：中国政府网，农业农村部，国务院，国家发改委，中国畜牧业协会，同花顺 i

图表27：本轮猪周期政策汇总表

时间	政策/会议名称	发布主体	核心内容
2024.02	《生猪产能调控实施方案》	农业农村部	能繁母猪正常保有量从4100万头降至3900万头
2025.07	“反内卷”政策	中共中央政治局、农业农村部等部门	提出“降体重、控产能、限二育”三大方向（俗称“生猪行业反内卷”）
2025.08	中央冻猪肉储备收储	国家发改委	猪粮比进入三级预警区间，启动中央收储
2025.09	头部生猪养殖企业座谈会	农业农村部、国家发改委等	联合约谈25家头部猪企，要求2026年1月底前合计淘汰200万头能繁母猪；严控新增产能，严打二次育肥
2026.03	《关于落实涉农领域设备更新贷款相关政策的通知》	农业农村部	原则上不支持生猪养殖场扩大生产规模
2026.03	全国生猪养殖企业座谈会	国家发改委、农业农村部	猪粮比进入过度下跌一级预警区间，启动中央+地方联动收储；要求企业有序调减能繁母猪存栏
2026.05	《生猪产能综合调控实施方案》	农业农村部	设定全国能繁母猪正常保有量稳定在3750万头左右

资料来源：中国政府网，中国期货业协会、国家发改委，中国畜牧业协会，农业农村部，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

四、投资建议

本轮周期是生猪行业规模化转型以来的深度磨底阶段，猪价创近十年新低，全行业单头亏损创历史新高，供需错配矛盾突出。行业深度亏损已推动产能出清实质性启动，叠加逆周期调控政策持续加码，当前生猪市场供需格局已出现明确边际改善信号。政策托底与市场出清形成合力，为 2026 年下半年猪价趋势性回弹奠定基础。

随着产能调控效果逐步显现，生猪供需将从全面过剩逐步向紧平衡过渡，猪价有望开启趋势性上涨。本轮产能出清将进一步提升行业集中度，头部企业的成本与现金流优势将进一步巩固市场地位。

维持生猪养殖行业**“增持”**评级，建议重点布局两条投资主线：

- **全国性龙头企业**：具备显著成本优势、现金流充裕、产能布局完善，抗周期能力较强，猪价回升后盈利修复弹性较大，有望在行业整合中提升市场份额；
- **区域优势二线企业**：产能弹性充足、区域市场话语权强，猪价上行周期业绩弹性更大。

风险提示

第一，产能去化钝化风险：规模场产能刚性较强，叠加养殖效率持续提升，可能抵消能繁母猪去化效果，导致生猪供给维持高位，行业磨底周期延长。

第二，需求结构性疲软风险：猪肉人均消费已达峰，蛋白消费结构升级持续分流需求，叠加鲜销率下滑，终端需求承接能力不足，将制约猪价反弹高度。

第三，冻品库存压制风险：当前冻品库存处于历史高位，若猪价反弹初期集中抛售，将阶段性压制价格上行，延缓行业盈利修复进程。

第四，政策执行不及预期风险：若产能调控政策执行力度不足，或新增产能管控不严，可能导致产能反弹，影响供需格局改善进程。

第五，养殖行为放大波动风险：若行业出现集中压栏或二次育肥行为，将加剧短期供给波动，引发猪价异常震荡。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com