仅供内部参考，请勿外传！

农林牧渔

行业定期报告

2026 年 07 月 01 日

去化加速拐点临近，产能调控政策持续加码

——生猪行业月报（5 月 1 日-5 月 31 日）

投资评级：看好（维持）

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：



投资要点：

- **行业整体出栏环比回落，供给宽松格局未改实质。**5 月行业整体出栏量小幅回落，涌益样本企业合计出栏量环比-3%，上市猪企样本合计出栏 1912 万头、同比+8%，环比-4%。但 5 月涌益新生仔猪同比-0.19%，增速明显放缓，短期出栏压力仍存，供给端仍处于偏宽松阶段，但边际上增速已放缓。

- **猪价低位修复难改亏损实质，现金流持续承压。**5 月涌益全国均价 9.66 元/kg（同环比分别为-34%、+4%），猪价快速探底后小幅度回升，但利润未得到有效修复，行业仍处于被动去化阶段。5 月自繁自养头均盈利回升至-332 元/头，外购仔猪头均亏损回升至-212 元/头，仔猪头均利润有所回升；当前反弹更多可能是低价后的阶段性修复，现金持续净流出压力将向高成本主体传导，产能调控或从出栏节奏调整，进一步倒逼低效产能加速出清。仔猪价格低位回升，补栏决策转向利润约束，行业仍处于被动去化阶段。

- **肥标价差持续走低，二育入场由悲观转向短期博弈。**5 月肥标价差环比降至 0.32 元/kg，二育栏舍利用率回升至 44%，二育补栏已经回暖至中位水平区间。短期二育承接部分标猪供给压力，有助于缓和现货抛压；但其本质仍是基于低价修复阶段的博弈，若后续猪价修复不及预期，供给压力或由当期释放转为后置释放。

- **母猪价格低位平稳，低效产能温和去化。**5 月 50kg 二元母猪价格走弱至 1404 元/头（同比-14%，环比+0.04%），新增母猪补栏意愿走弱压制价格修复。河南地区淘汰母猪报价 4.31 元/斤（同比-29%、环比+3%）。母猪价格平稳并非产能端重新企稳，而是“补栏不积极、淘汰仍继续”下的低位均衡。

- **产能去化政策推进或将加速出清。**涌益样本 5 月能繁母猪存栏环比-0.8%。截至 2026 年 3 月，全国能繁母猪存栏降至 3904 万头；近日召开的强化生猪产能综合调控座谈会，会议强调“四个带头”：大型生猪养殖企业带头压减产能与产量、带头严控二次育肥、带头淘汰弱仔猪、带头降低出栏体重;主产省份则强化穿透式管理、修订落实省级调控方案，“继续实质性压减产能”政策抓手已从母猪产能延伸至二育、体重、弱仔等多端，且明确将去化责任压实到大型企业。

- **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。5 月猪价探底后修复型回暖，行业利润仍处于深度亏损区间，能繁存栏环比回落、母猪补栏低迷、仔猪利润为负，亏损压力已开始向产能端传导。叠加政策端明确推进“四个带头”，压实修订落实省级调控方案，明确大型企业的去化责任；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，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：5 月环比小幅回落，供给宽松本质未改 5
1.1. 行业生猪销量：环比回落难改宽松本质，供给持续高位 5
1.2. 上市猪企出栏量：5 月总量同比缓增，产能调控初见成效 7
2. 猪价与利润：价格触底反弹低位修复，现金流承压向产能传导 10
2.1. 猪价阶段性回暖难改亏损格局，行业仍处被动去化阶段 10
2.2. 仔猪价格低位修复，补栏信心仍受利润约束 11
2.3. 肥标价差持续收窄，二育入场悲观转博弈 12
2.4. 母猪价格低位平稳，低效产能去化延续 13
2.5. 上市猪企销售均价同比下行，供给宽松下或难脱亏损区间 15
3. 产能：去化或将加速，产能调控政策持续加码 15
3.1. 第三方样本能繁存栏回落，行业产能延续去化 15
3.2. 政策调控进入压实阶段，供给收缩预期进一步强化 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 6
图表 3： 涌益样本出栏完成比例与计划销售变动 6
图表 4： 涌益样本新生仔猪估算同环比变化 6
图表 5： 涌益样本肉猪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 8
图表 11： 德康农牧出栏量 8
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 9
图表 17： 巨星农牧出栏量 9
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 10
图表 23： 金新农出栏量 10
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 11
图表 27： 涌益仔猪价格及头均利润 11
图表 28： 仔猪价格（元/头） 12
图表 29： 仔猪盈利（元/头） 12

图表 30： 175kg 与标猪价差及同比绝对变化（元/kg） 13
图表 31： 涌益肥标价差（元/kg） 13
图表 32： 涌益二育栏舍利用率 13
图表 33： 涌益母猪价格 14
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 15
图表 36： 涌益样本能繁存栏量及同环比变化 16
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：5 月环比小幅回落，供给宽松本质未改

1.1. 行业生猪销量：环比回落难改宽松本质，供给持续高位

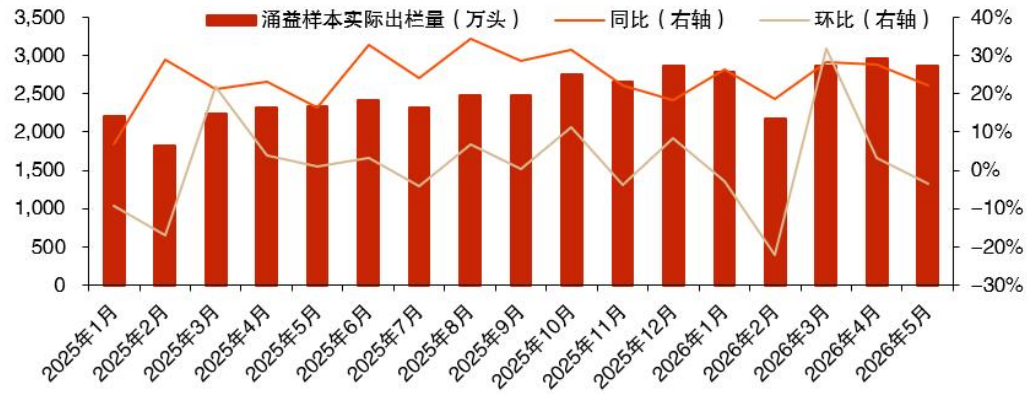
5 月行业销售量环比回落，几乎兑现预期计划。2026 年 5 月，涌益样本实际出栏量为 2860 万头，同比+22%，环比-3%，完成计划出栏量的 99%。

6 月计划销售量与 5 月计划销量持平微减，6 月计划销量较 5 月实际完成量环比+0.31%，养殖端尚未主动收缩供应。2026 年 6 月涌益样本计划出栏量为 2869 万头，同比+21%，环比-0.3%。

新生仔猪 5 月同比微降，未来半年内出栏供应或边际缓和，延续宽松格局。根据涌益样本数据估算，5 月新生仔猪同比-0.19%、环比+0.28%，边际层面 11 月或成为需求旺季，但对应到 26 年 3-11 月商品肉猪的月度理论出栏量预计仅 5 月、6 月和 10 月的环比微降，幅度均在 0.5%以内；其余月份均环比微增，养殖端尚未主动收缩。26H1 商品肉猪的理论合计出栏量估算或同比+8.16%，上半年宽松基调较为确定，下半年供应过剩格局或小幅改善。

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

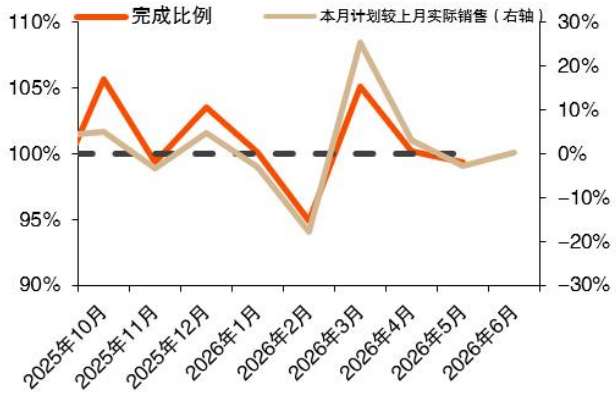
仅供内部参考，请勿外传！

图表 2：涌益样本计划出栏量



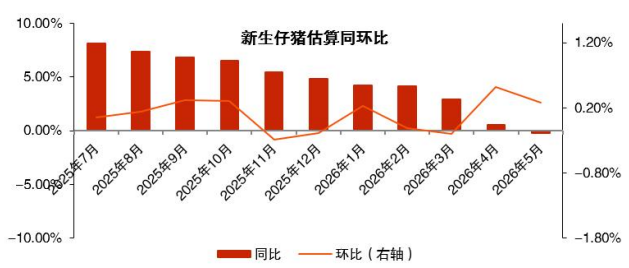
资料来源：涌益咨询，华源证券研究所

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：涌益样本肉猪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：5 月总量同比缓增，产能调控初见成效

2026 年 5 月，样本企业销售生猪总量超 1900 万头、同比约+8%，上市猪企整体出栏延续微增长态势但涨势相对克制。仅正邦科技和金新农两家企业出现同比增幅超 50%的大幅度增长；而牧原股份、唐人神、东瑞股份 3 家企业出栏量同比为负，宏观产能调控与出栏节奏调控成效已开始体现。

图表 7：样本企业最新月度出栏量及同比变化

公司名称	5 月出栏量（万头）	yoy
牧原股份	739	-5%
温氏股份	364	15%
新希望	136	2%
德康农牧	117	35%
正邦科技	96	51%
天邦食品	74	47%
新五丰	49	8%
唐人神	39	-18%
中粮家佳康	62	16%
大北农	43	13%
巨星农牧	43	31%
天康生物	26	15%
华统股份	24	19%
神农集团	31	34%
傲农生物	18	13%
京基智农	21	3%
金新农	16	96%
东瑞股份	12	-24%
总计	1,912	8%

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 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 10：新希望出栏量



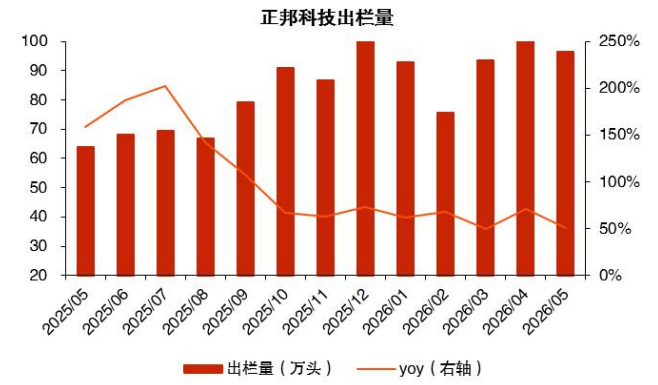
资料来源：IFIND，华源证券研究所

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



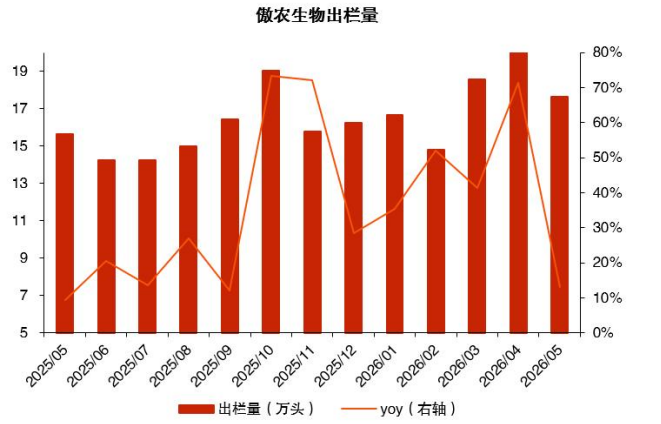
资料来源：IFIND，华源证券研究所

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



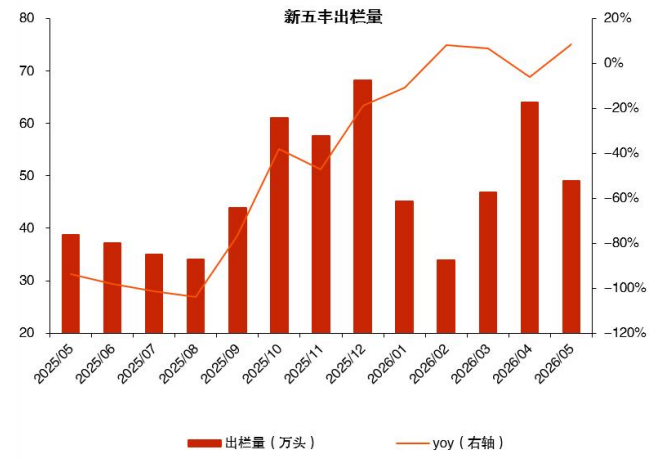
资料来源：IFIND，华源证券研究所

图表 23：金新农出栏量



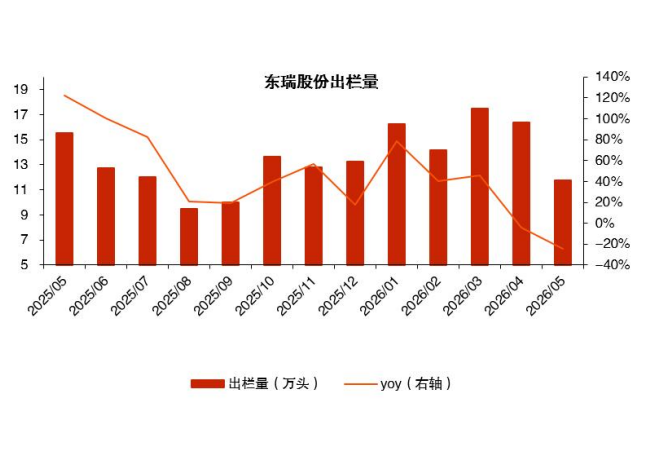
资料来源：IFIND，华源证券研究所

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



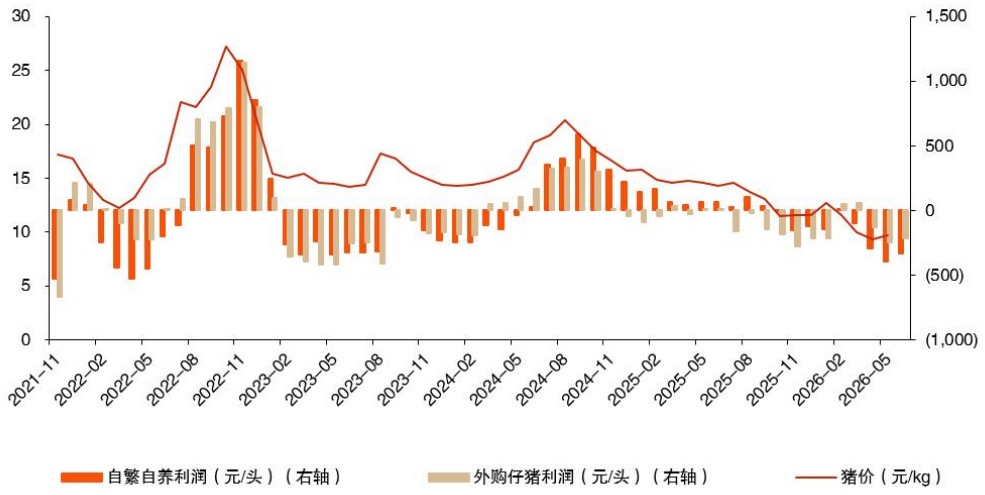
资料来源：IFIND，华源证券研究所

2. 猪价与利润：价格触底反弹低位修复，现金流承压向产能传导

2.1. 猪价阶段性回暖难改亏损格局，行业仍处被动去化阶段

5 月猪价环比小幅回暖，同环比分别为-34%、+4%，行业仍处深度亏损阶段。5 月涌益口径全国均价 9.66 元/kg，主要原因或是因为供给略减和价格快速触底后的阶段性修复，并非供需格局扭转。行业利润自 25 年 9 月转负以来，自繁自养头均盈利持续承压，在 26 年 5 月回暖至-332 元/头，仍处于现金净流出状态。外购仔猪利润亦处于亏损区间，5 月为-212 元/头，价格虽略有回升但利润未能修复，行业仍处于被动去化阶段。若后续猪价仍无法有效修复，现金流压力将向高成本主体传导，进一步加速低效产能出清。

图表 26：涌益月度猪价及利润



资料来源：涌益咨询，iFind，华源证券研究所

2.2. 仔猪价格低位修复，补栏信心仍受利润约束

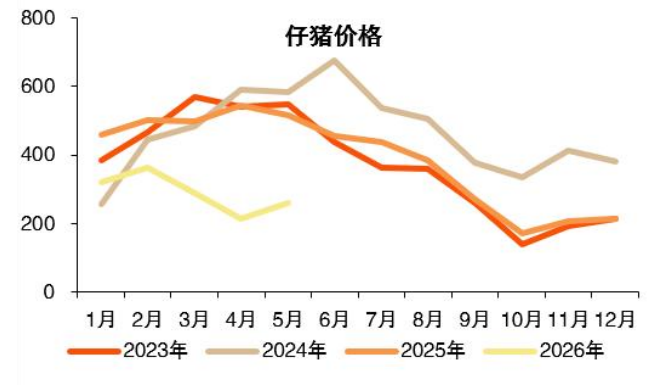
5 月仔猪价格低位回升，但补栏情绪仍偏谨慎。2026 年 5 月 7kg 仔猪价格 259 元/头，同比-50%，环比+21%，同期外售仔猪的头均利润水平降至-20.8 元/头。价格回升或是前期快速探底后的低位修复，而非补栏需求的实质性回暖。仔猪利润同比持续为负，这说明养殖端对远期猪价乐观预期转弱，下游补栏更看重安全边际成本；传统补栏旺季并未形成持续承接，补栏决策由季节性驱动转向利润约束，行业亏损压力或已从商品端向仔猪端传导，后续仔猪价格仍受补栏信心与现金流的双重压制，或较难以形成趋势性回升。

图表 27：涌益仔猪价格及头均利润



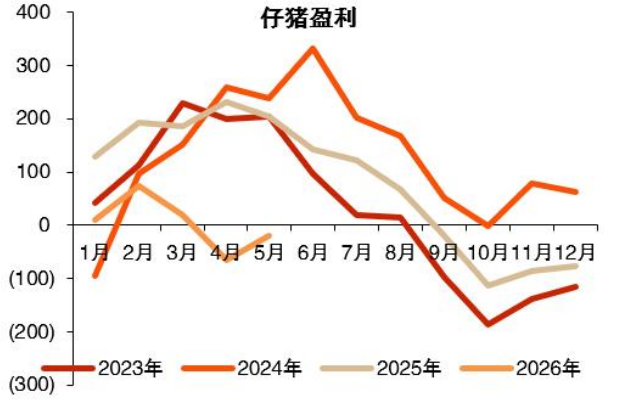
资料来源：涌益咨询，华源证券研究所

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. 肥标价差持续收窄，二育入场悲观转博弈

肥标价差持续收窄，压栏增重的超额收益空间逐步压缩。5 月肥标价差环比略降至 0.32 元/kg，但价差同比增长了 0.13 元/kg，6 月（截至 2026/6/15）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，节后随消费回落和大体重猪出清逐步收敛；当前价差虽仍处于历史偏高区间，但今年已提前开始出现“先扩后收”特征，意味着通过压栏增重博取超额收益的空间或将进一步收窄。

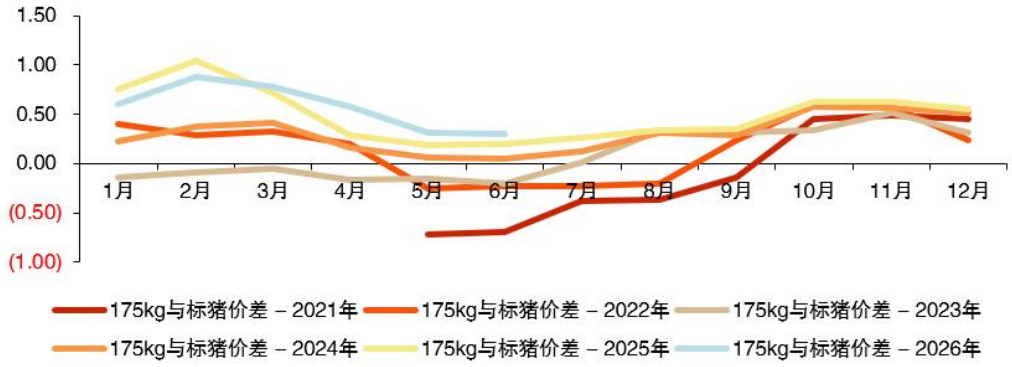
二育栏舍利用率积极回升，入场悲观情绪转向短期反弹博弈。5 月二育栏舍利用率由 4 月的 37%逐步回升至 44%，已经攀升至同期中位区间；在 6 月（截至 2026/6/15）又回落至 37%。在猪价维持低位以及养殖利润收窄的背景下，或是市场基于低价修复和阶段性反弹的短期博弈。同时短期猪价触底反弹后市场对于未来猪价走势保持良好预期，希望通过延长饲养周期获取超额收益。二育承接部分标猪供给压力，有助于缓和现货抛压；但若后续猪价修复不及预期，前期二育增重猪源将重回市场，供应压力或将从当期释放转为后置释放。

图表 30：175kg 与标猪价差及同比绝对变化（元/kg）



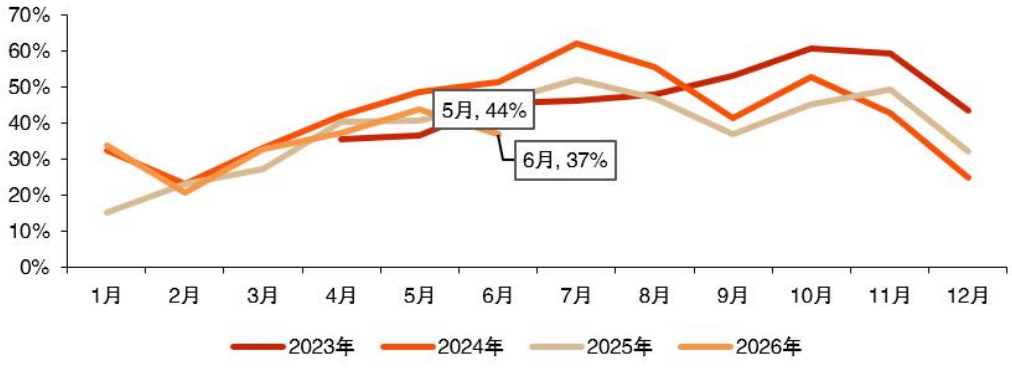
资料来源：涌益咨询，华源证券研究所（截至 2026/6/15）

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 2026/6/15）

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 2026/6/15）

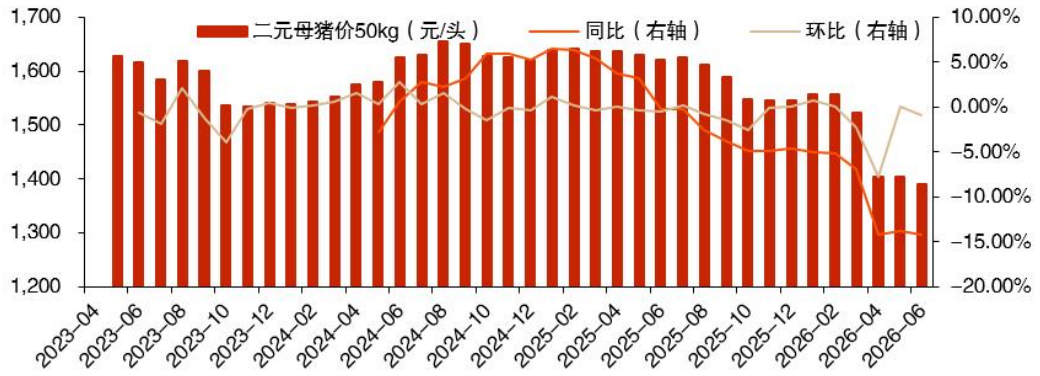
2.4. 母猪价格低位平稳，低效产能去化延续

二元母猪价格持平，淘汰母猪价格微增。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，5 月、50KG 二元母猪报价 1404 元/头，同比-14%，环比+0.04%；从需求端看，当前猪价仍处低位、养

殖利润持续亏损，养殖户对后续产能扩张信心不足，市场或对于新增二元母猪补栏需求偏弱，压制母猪价格修复。

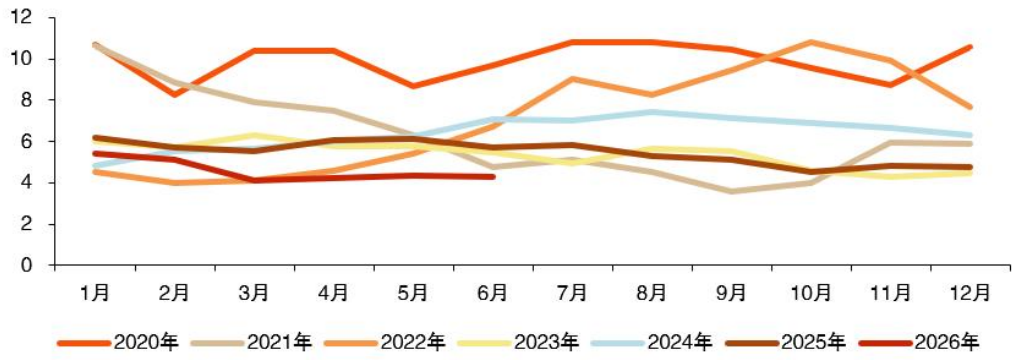
淘汰母猪价格有所回升，低效产能去化放缓。5 月河南地区淘汰母猪报价 4.31 元/斤，同比下降 29%，环比小幅回升 3%。环比改善主要系标猪价格有所回暖，叠加当月散户低效母猪淘汰进入尾声、淘汰母猪屠宰量环比提升至 9.3%；供给端阶段性收缩形成支撑，淘汰母猪价格随标猪价格回暖小幅修复。因此，我们认为本月母猪价格平稳并非产能端重新企稳，而是“补栏不积极、淘汰仍继续”下的低位均衡，后续母猪产能或延续温和去化，关键取决于猪价的修复力度。

图表 33：涌益母猪价格



资料来源：涌益咨询，华源证券研究所（截至 2026/6/15）

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（截至 2026/6/15）

2.5. 上市猪企销售均价同比下行，供给宽松下或难脱亏损区间

样本企业 5 月总体均价为 9.61 元/kg。从企业分布来看，东瑞股份的销售猪价最高为 10.55 元/kg，同比-32%，神农集团的销售猪价最低为 9.12 元/kg，同比-37%，同比持续偏弱。整体而言，多数企业同比降幅集中在 33%-37%区间。

图表 35：上市公司销售价格

公司名称	5 月猪价（元/kg）	yoy
牧原股份	9.80	-33%
温氏股份	9.70	-34%
新希望	9.48	-35%
德康农牧	9.42	-36%
正邦科技	10.01	-30%
天邦食品	9.42	-36%
新五丰	9.41	-
唐人神	9.50	-35%
中粮家佳康	9.60	-34%
大北农	9.52	-34%
巨星农牧	9.37	-34%
天康生物	9.29	-34%
华统股份	9.52	-34%
神农集团	9.12	-37%
傲农生物	-	-
京基智农	9.82	-34%
金新农	9.86	-34%
东瑞股份	10.55	-32%
均值	9.61	-33%

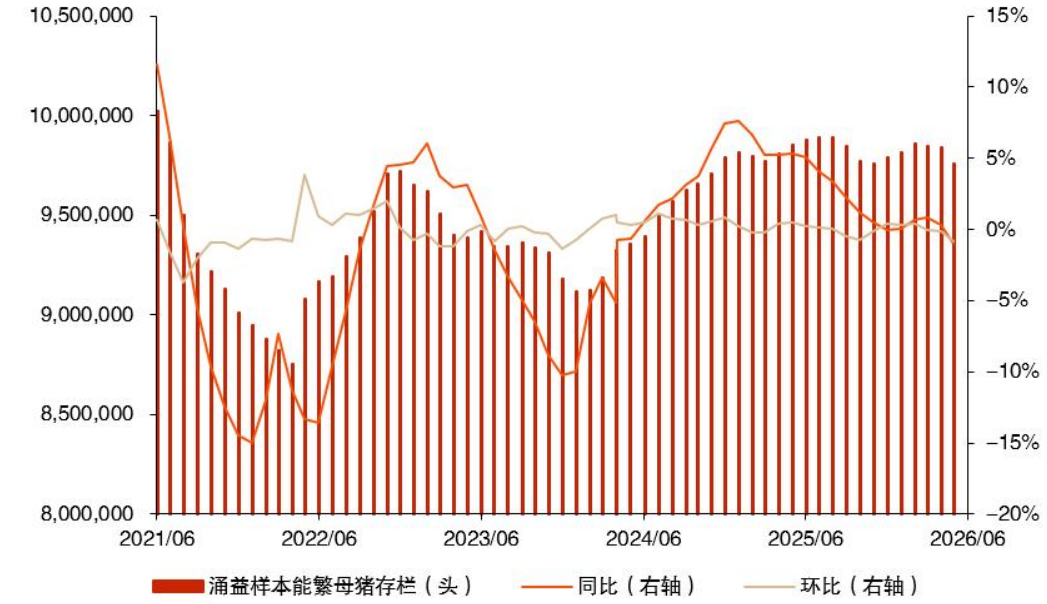
资料来源：IFIND，华源证券研究所（注：唐人神为估算价格）

3. 产能：去化或将加速，产能调控政策持续加码

3.1. 第三方样本能繁存栏回落，行业产能延续去化

涌益 5 月能繁母猪存栏环比继续下行。5 月涌益能繁母猪存栏同比-1%、环比-0.8%（4 月环比-0.11%）。整体来看，涌益样本数据显示行业产能仍处高位震荡后的被动去化阶段，猪价虽略有回暖但不及预期，能繁存栏持续回落，行业或已进入亏损倒逼去化、顺应政策调控的阶段，产能收缩趋势进一步明确。

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. 政策调控进入压实阶段，供给收缩预期进一步强化

能繁母猪存栏继续回落，仍高于调控目标。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%。生猪存栏同比仍正增长，周期已进入到产能边际回落，但现实供给仍偏充裕的过渡区间。

近日农业农村部、国家发展改革委召开强化生猪产能综合调控座谈会，督促指导生猪主产省份和大型生猪养殖企业落实产能综合调控的要求。会议认为，当前生猪价格筑底企稳，必须持续抓紧压实各项产能综合调控措施，切实改善市场供需关系，巩固生猪价格回升基础。会议要求大型生猪养殖企业积极响应号召，提高生产统计监测数据报送质量，带头压减生猪产能和产量、严控二次育肥、淘汰弱仔猪、降低出栏体重等具体措施。相关主产省份要加强各环节监管和监测信息共享，强化穿透式管理；抓紧修订落实省级产能调控方案，形成政策合力，继续实质性压减产能。

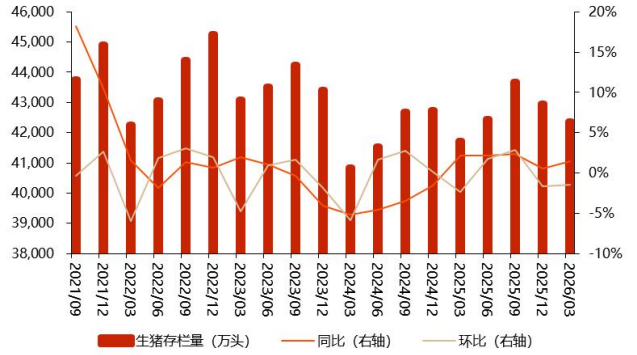
调控由"定目标"转向"压执行"，并明确以大型企业带头落地。政策抓手已从母猪产能延伸至二育、体重、弱仔等多端，且明确将去化责任压实到大型企业。综合看，行业已进入亏损倒逼去化与政策主动调控的共振阶段，后续产能收缩的关键或在于大型企业对各项调减要求的实际执行力度。

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。5 月猪价小幅回暖，行业仍处深度亏损区间；当前猪价反弹或是由于价格探底后的阶段性修复，尚未扭转现金流压力；行业深度亏损，而能繁存栏环比回落、母猪补栏情绪低迷、仔猪利润为负，亏损压力已向产能端传导。叠加政策端明确推进压实大型企业“四个带头”和主要生产省份的强化穿透式管理以及修订落实省级调控方案，“继续实质性压减产能”，产能去化有望从预期博弈进入现实推动阶段，板块左侧配置价值逐步显现。

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，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。