长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

行业研究 | 专题报告 | 农产品

农业周专题系列二十七：猪价超长磨底期或催化一轮养殖大周期

报告要点

我们认为，当前猪价超长的磨底期或催化一轮养殖大周期。养殖行业现金流亏损周期已超 8 个月，这刷新了历史最长持续亏损记录，展望四季度供需矛盾较难扭转，行业的亏损周期有望进一步拉长。我们预计本轮产能去化周期或延续到明年上半年，能繁母猪的累计去化幅度或超过 10%。我们认为，本轮猪周期在持续亏损叠加政策调控双重影响下，养殖大周期反转可期，且产能常态化调控的开启将给行业可持续发展打下坚实基础，我们持续看好具有成本和现金流优势的养殖龙头，重点推荐：德康农牧，牧原股份，温氏股份和神农集团。

分析师及联系人



陈佳
SAC：S0490513080003
SFC：BQT624



顾煜乾
SAC：S0490519060003
SFC：BXT852



黄建霖
SAC：S0490526020001

丨证券研究报告丨

2026-10-15

行业研究丨专题报告

投资评级 看好丨维持

农产品

农业周专题系列二十七：猪价超长磨底期或催化一轮养殖大周期

我们认为，当前猪价超长的磨底期或催化一轮养殖大周期。养殖行业现金流亏损周期已超 8 个月，这刷新了历史最长持续亏损记录，展望四季度供需矛盾较难扭转，行业的亏损周期有望进一步拉长。今年中秋国庆猪价的旺季不旺以及养殖行业现金流压力继续加大，这或带动行业产能在四季度迎来更大的去化幅度。我们预计本轮产能去化周期或延续到明年上半年，能繁母猪的累计去化幅度或超过 10%。我们认为，本轮猪周期在持续亏损叠加政策调控双重影响下，养殖大周期反转可期，且产能常态化调控的开启将给行业可持续发展打下坚实基础，我们持续看好具有成本和现金流优势的养殖龙头，重点推荐：德康农牧，牧原股份，温氏股份和神农集团。

生猪养殖：猪价经历超长磨底周期，产能去化周期进一步拉长

猪价呈现旺季不旺特征，产能去化周期进一步拉长，养殖大周期值得期待。截至 10 月 10 日全国生猪均价 10.43 元/公斤，同比下降 7.8%，环比上涨 1.9%；截至 9 月 29 日 7 公斤断奶仔猪价格 118 元/头，同比下降 44.3%，环比下降 9.23%，仔猪价格创年内新低，且与 2023 年仔猪低点接近，四季度为仔猪年内补栏淡季，仔猪价格或持续探底；截至 10 月 8 日淘汰母猪价格 7.39 元/公斤，同比下降 13.7%，环比下降 0.4%。当前阶段行业现金流亏损已经超过 8 个月，行业资金压力持续加大，四季度为未来半年唯一的消费旺季，今年中秋国庆猪价的旺季不旺或带动行业产能在四季度迎来更大的去化幅度，我们预计本轮产能去化周期或延续到明年上半年，能繁母猪的累计去化幅度或超过 10%，养殖行业大周期反转值得期待。我们持续看好具有成本和现金流优势的养殖龙头企业，重点推荐：德康农牧，牧原股份，温氏股份和神农集团。

肉牛养殖：肉牛价格持续上涨，行业景气度持续提升

截至 9 月 30 日，育肥公牛 29.96 元/公斤，同比上涨 15.4%；能繁母牛 10100 元/头，同比持平。站在当下时点，我们发现，1）国内肉牛产能显著去化，2026 年 Q2 末全国牛存栏量为 9557 万头，较 2023 年末下降 9.1%，预计全国能繁母牛去化程度更深，而补栏再出栏需 2 年左右时间，近两年供应缺口将持续放大；2）2026-2028 年进口配额维持稳定，叠加海外牛价上涨产生的影响，进口补充同样受限；3）养殖户资金链紧张且信心受挫，采用“回笼现金”策略，补栏积极性有限。2027-2028 年牛肉供应缺口将进一步扩大，肉牛行业有望迎来 2 年以上盈利大周期。短期看，肉牛供应持续缩量、下半年需求呈季节性增长，牛价或有加速上涨催化。

其他农产品：厄尔尼诺或将提升农产品价格中枢

地缘问题发酵以及厄尔尼诺或将提升农产品价格中枢。截至 10 月 10 日，玉米价格同比下降 3.7%，环比下降 0.2%；豆粕价格同比上涨 14.5%，环比上涨 0.6%。若地缘问题持续发酵，一方面油价持续高位带动种植成本上升；其次厄尔尼诺等极端气候影响日益显著，或扰乱全球粮食的生产。当前时点农产品价格处于历史底部区域，地缘问题和厄尔尼诺共同作用下或推动农产品价格上涨。截至 10 月 9 日，白羽鸡价格同比下降 10.5%，环比上涨 3.4%。2026 年初受禽流感影响法国再度暂停引种，上游引种短缺持续。此外上半年白羽鸡苗价格上涨抑制了行业补栏积极性。三季度白羽鸡价格全面回落，行业整体的供给压力仍然较大，终端需求未见明显好转，整体来看，下半年禽养殖企业盈利或阶段承压，重点推荐产业链一体化龙头圣农发展。

风险提示

1、突发动物疾病的影响导致企业业绩与出栏规模不达预期； 2、额外的政策及资金支持导致生猪养殖行业去产能不达预期；3、猪肉需求短期显著下滑；4、饲料原材料价格显著上升。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《农业周专题系列二十六：旺季逐步证伪，预期与现实倒逼产能加速去化》2026-10-01
- 《农业周专题系列二十五：猪价旺季不旺，产能去化周期进一步拉长》2026-09-28
- 《农林牧渔 2026 年中报综述：养殖行业资金持续趋紧，看好深度去化后周期反转》2026-09-24

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

生猪养殖.....5
肉牛养殖.....8
禽养殖.....11
农产品及水产.....12
宠物.....14
风险提示.....15

图表目录

图 1：全国生猪价格走势.....5
图 2：全国仔猪价格走势.....5
图 3：全国淘汰母猪价格走势.....5
图 4：生猪养殖自繁自养盈利情况.....6
图 5：生猪养殖外购仔猪盈利情况.....6
图 6：生猪出栏体重情况（公斤）.....6
图 7：二育栏舍利用率情况.....6
图 8：冻品库存情况.....7
图 9：生猪单日屠宰量情况（万头）.....7
图 10：生猪标肥价差情况（元/公斤）.....7
图 11：生猪毛白价差情况.....7
图 12：全国能繁母猪存栏情况.....7
图 13：规模场新生仔猪情况.....7
图 14：母猪料销量情况.....8
图 15：仔猪料销量情况.....8
图 16：全国牛肉市场价走势.....8
图 17：育肥公牛价格走势.....9
图 18：犊牛价格走势.....9
图 19：能繁母牛价格.....9
图 20：淘汰母牛价格.....9
图 21：肉牛自繁自养盈利情况.....9
图 22：肉牛专业育肥盈利情况.....9
图 23：肉牛屠宰量情况.....10
图 24：肉牛出栏体重情况.....10
图 25：牛肉进口量情况.....10
图 26：不同来源国牛肉进口价走势.....10
图 27：全国牛出栏情况.....10
图 28：全国牛存栏情况.....10
图 29：白羽鸡价格走势.....11
图 30：黄羽鸡价格走势（元/公斤）.....11
图 31：白羽鸡在产祖代存栏量（万套）.....11

图 32：白羽鸡后备祖代存栏量（万套） 11
图 33：白羽鸡在产父母代存栏（万套） 12
图 34：白羽鸡后备父母代（万套） 12
图 35：黄羽鸡在产父母代存栏（万套） 12
图 36：黄羽鸡鸡苗销售量（万套） 12
图 37：全国玉米价格走势 13
图 38：全国豆粕价格走势 13
图 39：全国小麦价格走势 13
图 40：全国粳稻价格走势 13
图 41：普水鱼价格走势（单位：元/斤） 13
图 42：特水鱼价格走势（单位：元/斤） 13
图 43：宠物食品行业天猫平台月度 GMV 及同比增速（亿元） 14

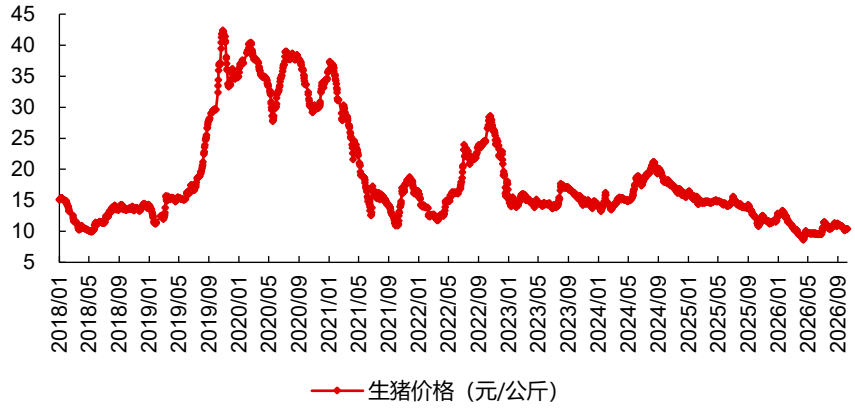
表 1：宠物零食分地区出口额同比增速（人民币口径） 14

生猪养殖

截至 2026 年 10 月 10 日，生猪价格为 10.43 元/公斤，同比下降 7.8%，环比上涨 1.9%。截至 2026 年 9 月 29 日，15kg 仔猪价格为 219 元/头，同比下降 29.8%，环比下降 5.60%；7kg 仔猪价格为 118 元/头，同比下降 44.3%，环比下降 9.23%；截至 2026 年 10 月 08 日，淘汰母猪价 7.39 元/公斤，同比下降 13.7%，环比下降 0.4%。淘汰母猪价格与猪价之比 0.71。

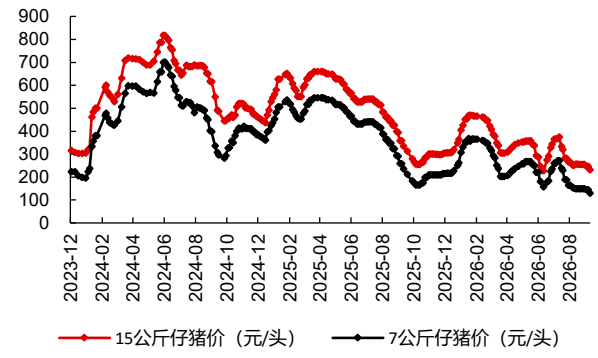
截至 2026 年 10 月 9 日，生猪自繁自养头均亏损 252.25 元，外购仔猪头均亏损 170.92 元。

图 1：全国生猪价格走势



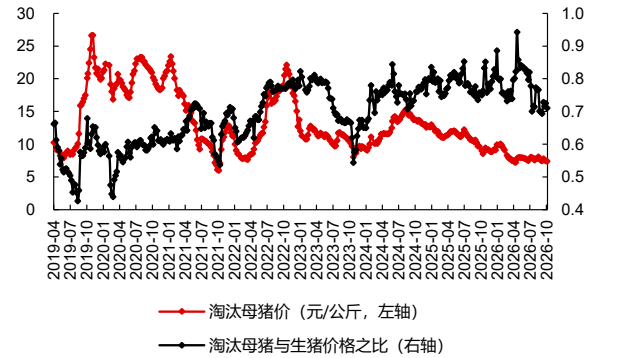
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 2：全国仔猪价格走势



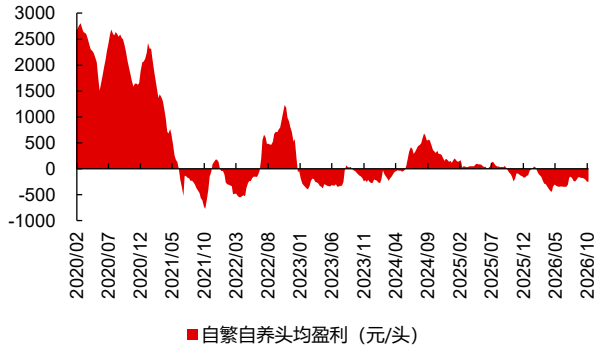
资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

图 3：全国淘汰母猪价格走势



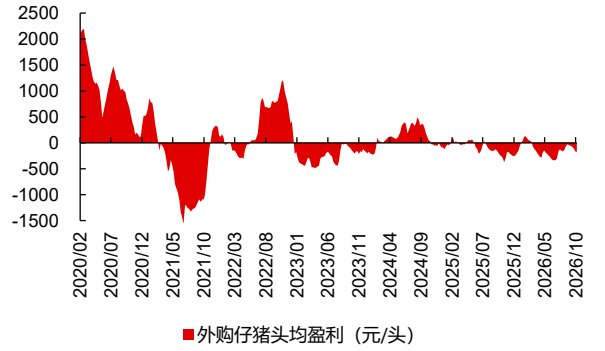
资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

图 4：生猪养殖自繁自养盈利情况



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 5：生猪养殖外购仔猪盈利情况



资料来源：iFinD，长江证券研究所

截至 2026 年 10 月 8 日，出栏体重为 129.18 公斤，同比上涨 0.54%，环比上涨 0.24%。

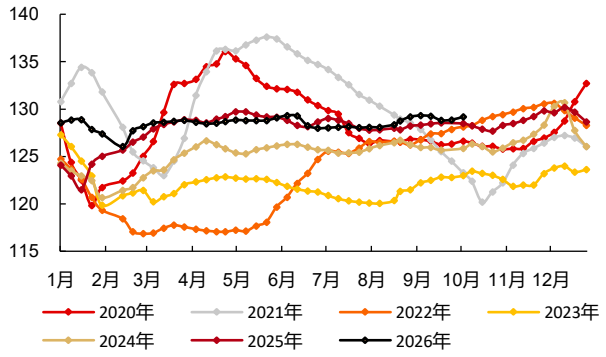
截至 2026 年 9 月 30 日，二育栏舍利用率为 37%，同比上升 2.8pct，环比上升 4.1pct。

截至 2026 年 10 月 8 日，冻品库存率为 25.22%，同比上涨 5.54pct，环比下降 0.15pct。

截至 2026 年 10 月 8 日，生猪单日屠宰量 14.71 万头，同比下降 3.6%，环比下降 1.5%。

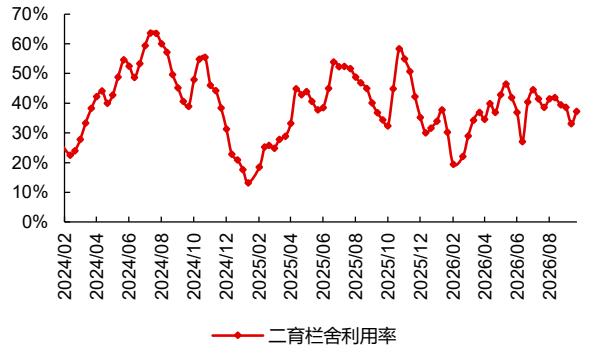
截至 2026 年 10 月 8 日，150kg 肥猪与 120kg 标猪价差为 0.48 元/公斤，同比上涨 26%，环比下降 4%；175kg 肥猪与 120kg 标猪价差为 0.87 元/公斤，同比上涨 45%，环比下降 1%；200kg 肥猪与 120kg 标猪价差为 1.40 元/公斤，同比上涨 39%，环比下降 2%；毛白价差为 3.4 元/公斤，同比下降 14%，环比上涨 0.9%。

图 6：生猪出栏体重情况（公斤）



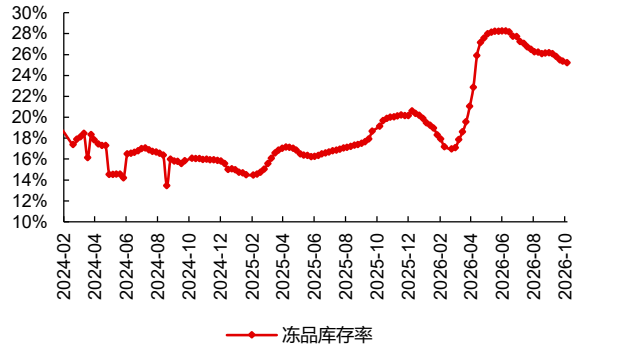
资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

图 7：二育栏舍利用率情况



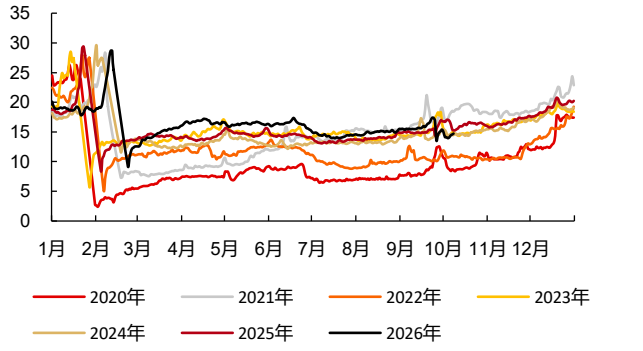
资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

图 8：冻品库存情况



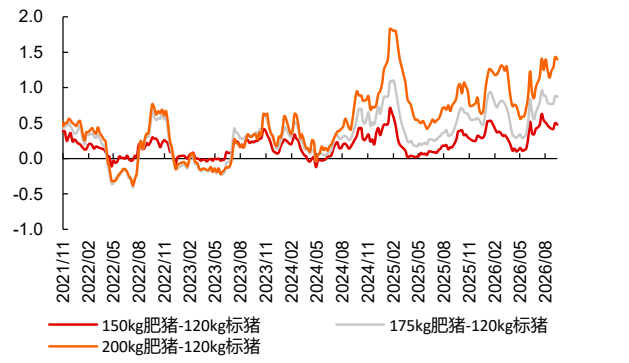
资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

图 9：生猪单日屠宰量情况（万头）



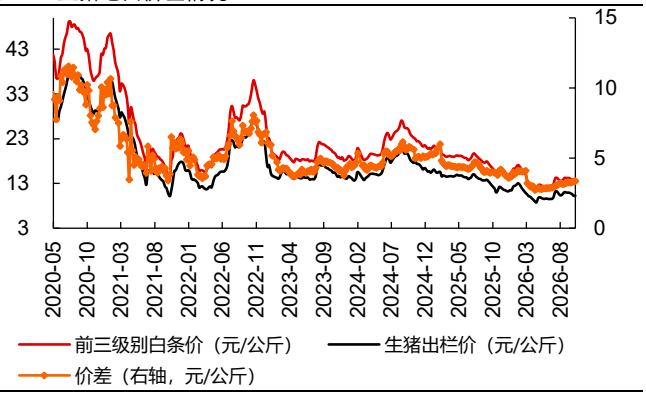
资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

图 10：生猪标肥价差情况（元/公斤）



资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

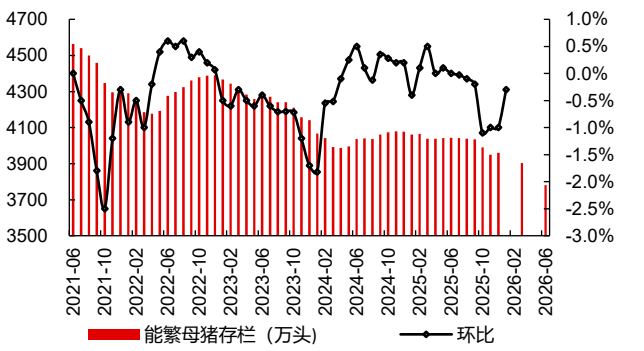
图 11：生猪毛白价差情况



资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

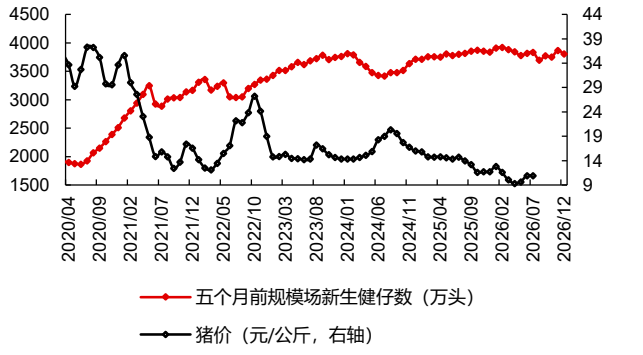
截至 2026 年 6 月，全国能繁母猪存栏量为 3780 万头，同比下降 6.5%，较 2026 年一季度末下降 3.2%。截至 2026 年 7 月（对应 5 个月后即 2026 年 12 月出栏），新生仔猪数为 3804 万头，同比下降 0.9%，环比下降 1.6%。

图 12：全国能繁母猪存栏情况



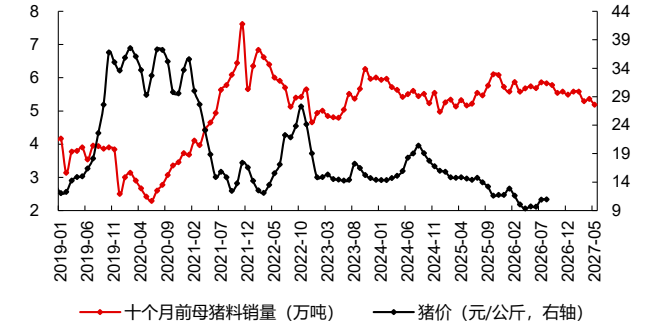
资料来源：农业农村部，长江证券研究所

图 13：规模场新生仔猪情况



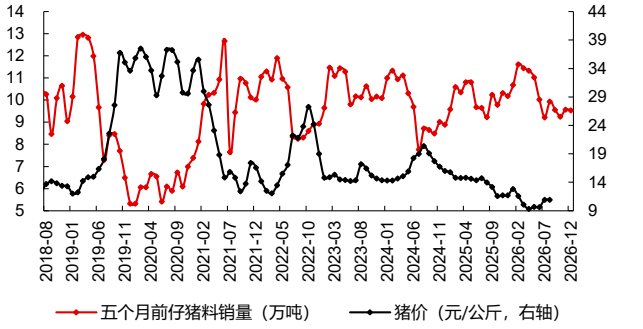
资料来源：农业农村部，长江证券研究所

图 14：母猪料销量情况



资料来源：饲料工业协会，长江证券研究所

图 15：仔猪料销量情况

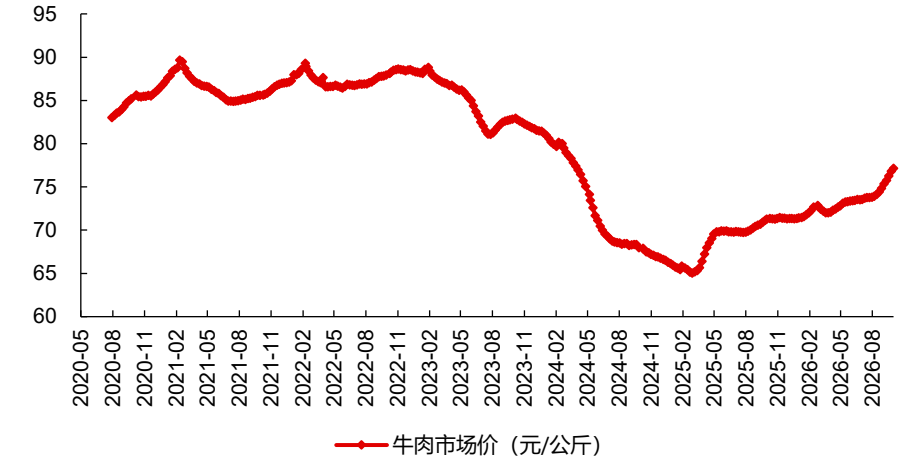


资料来源：饲料工业协会，长江证券研究所

肉牛养殖

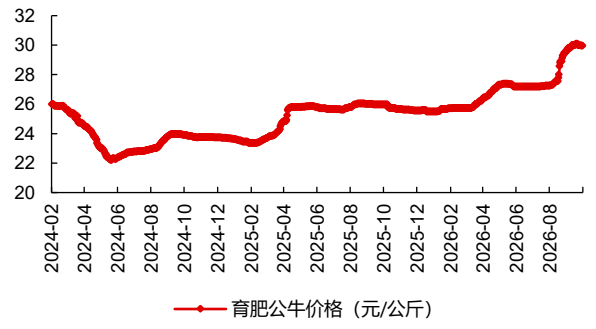
截至 2026 年 9 月 30 日，牛肉市场价为 77.12 元/公斤，同比上涨 8.2%，环比上涨 0.4%。截至 2026 年 9 月 30 日，育肥公牛价格 29.96 元/公斤，同比上涨 15.4%，环比下降 0.1%；犊牛价格为 42.24 元/公斤，同比上涨 30.5%，环比持平；能繁母牛价格为 10100 元/头，同比持平，环比上涨 0.66%；淘汰母牛价格为 25.95 元/公斤，同比上涨 34.2%，环比持平。

图 16：全国牛肉市场价走势



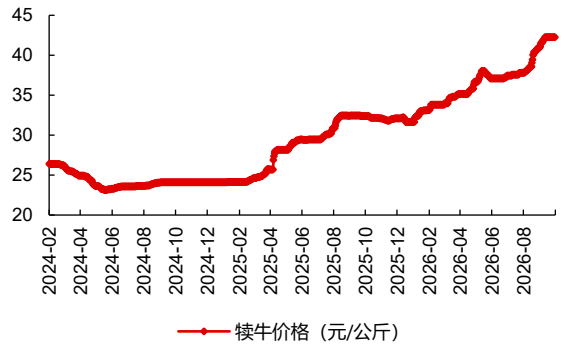
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 17：育肥公牛价格走势



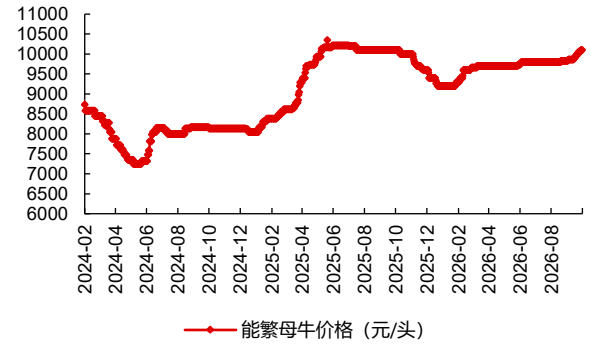
资料来源：钢联，长江证券研究所

图 18：犊牛价格走势



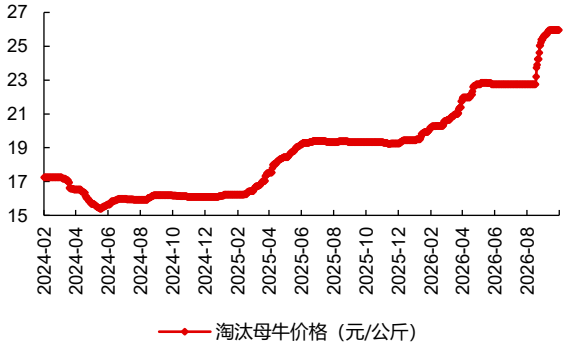
资料来源：钢联，长江证券研究所

图 19：能繁母牛价格



资料来源：钢联，长江证券研究所

图 20：淘汰母牛价格

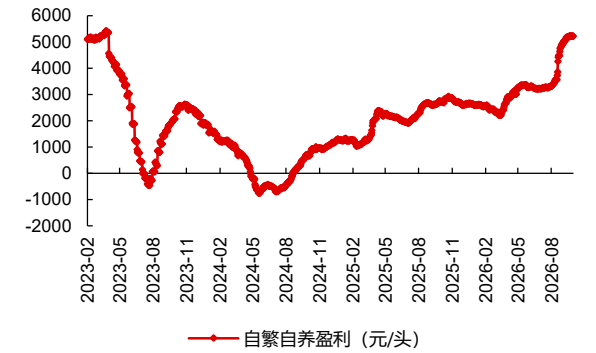


资料来源：钢联，长江证券研究所

截至 2026 年 9 月 30 日，肉牛自繁自养盈利为 5221.9 元/头，同比上涨 91.9%，环比下降 0.1%；专业育肥盈利为 3967.42 元/头，同比上涨 22.2%，环比持平。

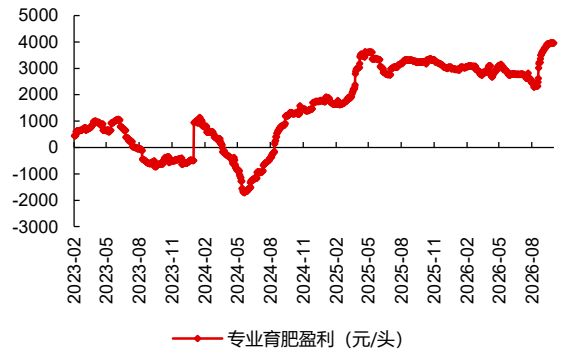
2026 年第 39 周，52 家肉牛屠宰企业周度屠宰量为 11808 头，截至 2026 年 9 月 15 日，肉牛出栏体重为 670.5 公斤。

图 21：肉牛自繁自养盈利情况



资料来源：钢联，长江证券研究所

图 22：肉牛专业育肥盈利情况



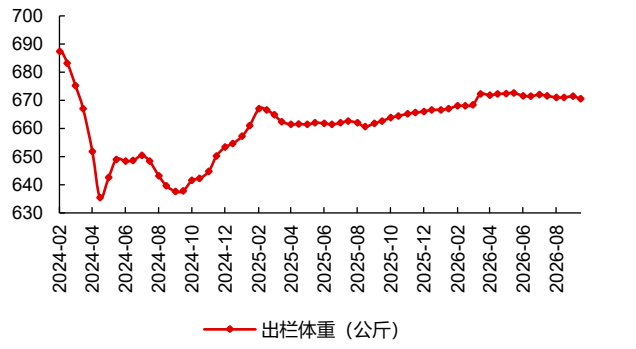
资料来源：钢联，长江证券研究所

图 23：肉牛屠宰量情况



资料来源：钢联，长江证券研究所

图 24：肉牛出栏体重情况

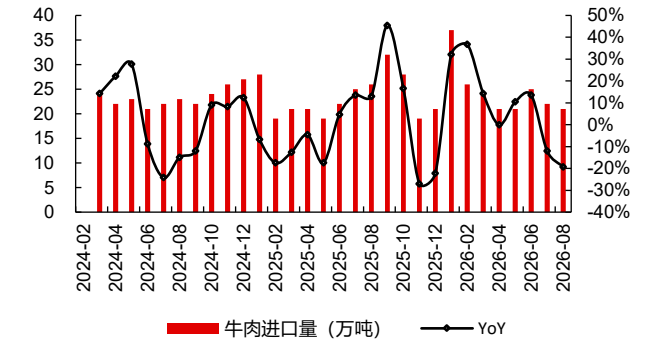


资料来源：钢联，长江证券研究所

2026 年 8 月，牛肉进口量为 21 万吨，同比下降 19%，环比下降 5%。

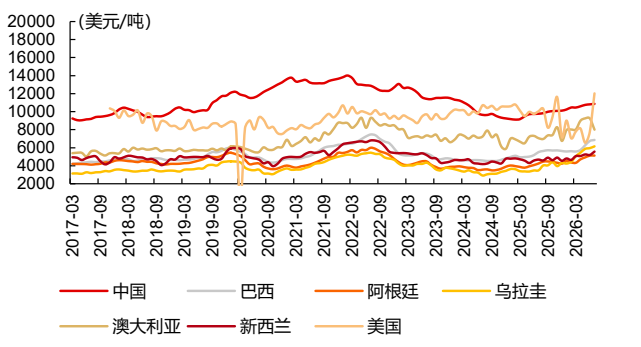
2026 年 Q2 全国牛出栏量为 2119 万头，同比下降 3.8%；全国牛存栏量在 2023Q4 触及 10509 万头的阶段性峰值后，开始进入波动下行通道，2026Q1 存栏量已回落至 9373 万头，较前期高点累计下降 10.8%。截至 2026Q2 末，牛存栏量小幅回升至 9557 万头。

图 25：牛肉进口量情况



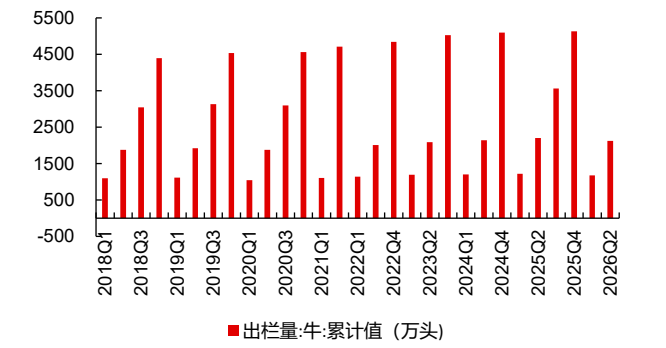
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 26：不同来源国牛肉进口价走势



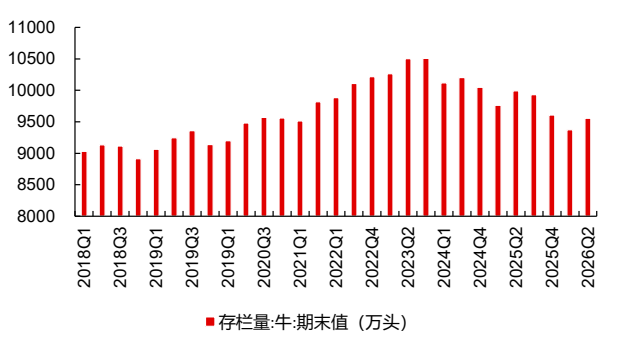
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 27：全国牛出栏情况



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 28：全国牛存栏情况



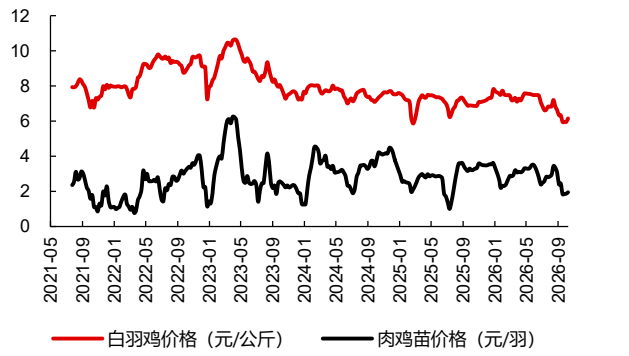
资料来源：iFinD，长江证券研究所

禽养殖

截至 2026 年 10 月 9 日，白羽鸡价格为 6.16 元/公斤，同比下降 10.5%，环比上涨 3.4%，肉鸡苗价格为 1.94 元/羽，同比下降 39.8%，环比上涨 4.3%。2026 年 9 月，黄羽鸡均价为 14.3 元/公斤，同比上涨 4.6%，环比上涨 13.4%。

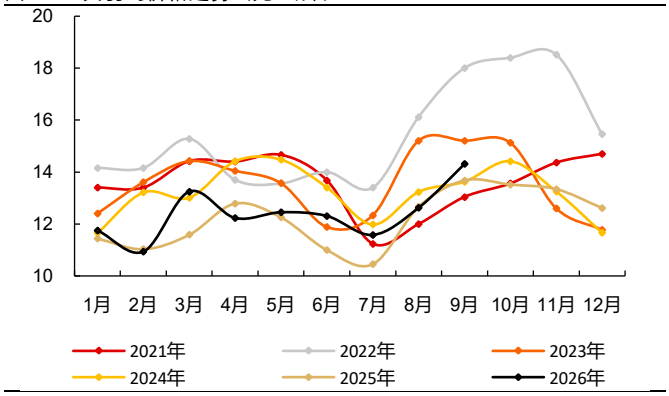
截至 2026 年第 38 周，白羽鸡在产祖代、后备祖代、在产父母代、后备父母代存栏量分别为 164.13、92.49、2348.99、1624.69 万套，分别同比+24.4%、+43.4%、+1.9%、+6.2%，分别环比+0.6%、+0.1%、-2.0%、+4.0%。截至 2026 年第 38 周，黄羽鸡在产父母代存栏为 1295.89 万套，同比下降 6.3%，环比下降 0.28%；截至第 38 周黄羽鸡鸡苗销量为 3327.31 万套，同比下降 3.1%，环比下降 1.8%。

图 29：白羽鸡价格走势



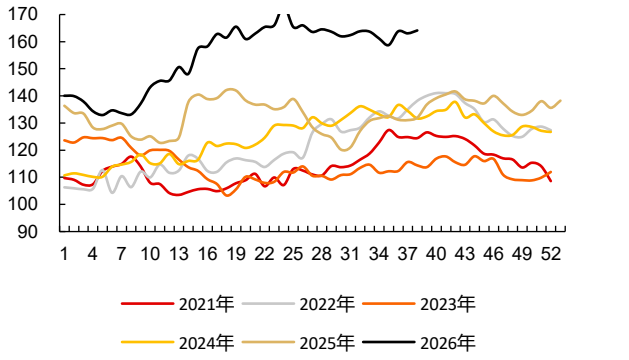
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 30：黄羽鸡价格走势（元/公斤）



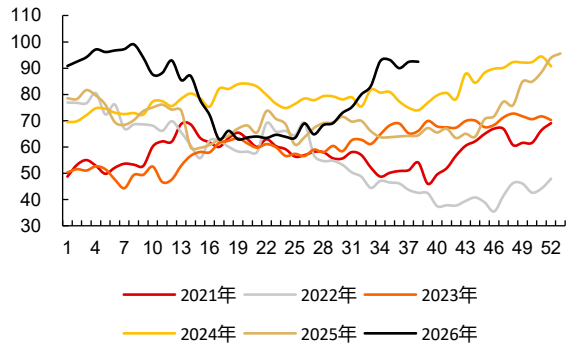
资料来源：新禽况，长江证券研究所

图 31：白羽鸡在产祖代存栏量（万套）



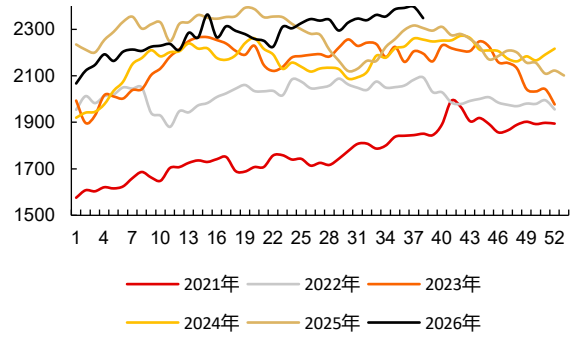
资料来源：中国禽业协会，长江证券研究所

图 32：白羽鸡后备祖代存栏量（万套）



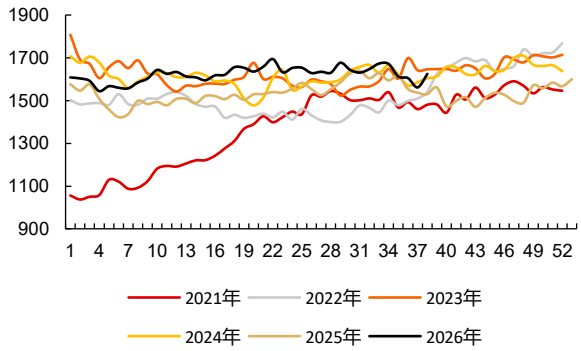
资料来源：中国禽业协会，长江证券研究所

图 33：白羽鸡在产父母代存栏（万套）



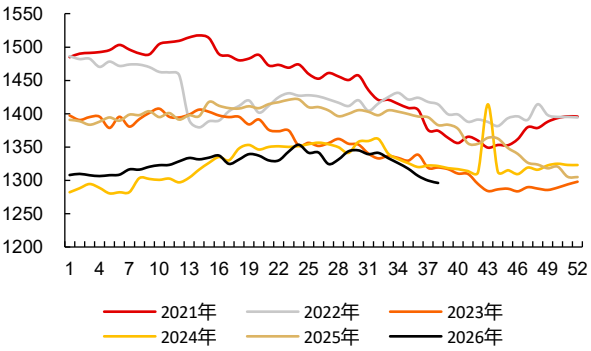
资料来源：中国禽业协会，长江证券研究所

图 34：白羽鸡后备父母代（万套）



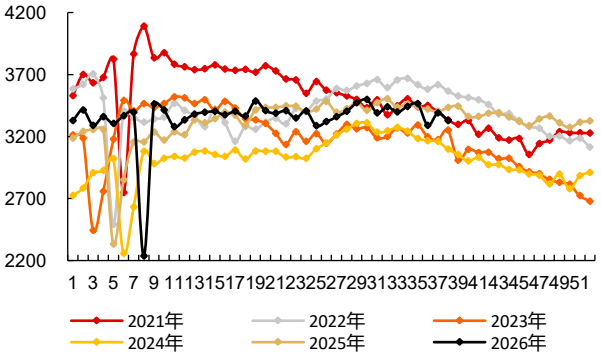
资料来源：中国禽业协会，长江证券研究所

图 35：黄羽鸡在产父母代存栏（万套）



资料来源：中国禽业协会，长江证券研究所

图 36：黄羽鸡鸡苗销售量（万套）



资料来源：中国禽业协会，长江证券研究所

农产品及水产

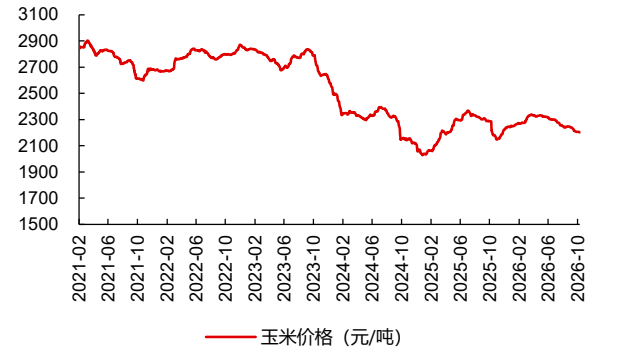
截至 2026 年 10 月 9 日，玉米价格为 2201.43 元/吨，同比下降 3.7%，环比下降 0.2%。

截至 2026 年 10 月 9 日，豆粕价格为 3422 元/吨，同比上涨 14.5%，环比上涨 0.6%。

截至 2026 年 10 月 10 日，小麦价格为 2430.06 元/吨，同比下降 0.5%，相比 2026 年 9 月 30 日价格前上涨 0.1%。

截至 2026 年 10 月 10 日，粳稻价格为 2980 元/吨，同比上涨 2.8%，与 2026 年 9 月 30 日价格持平。

图 37：全国玉米价格走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：全国豆粕价格走势



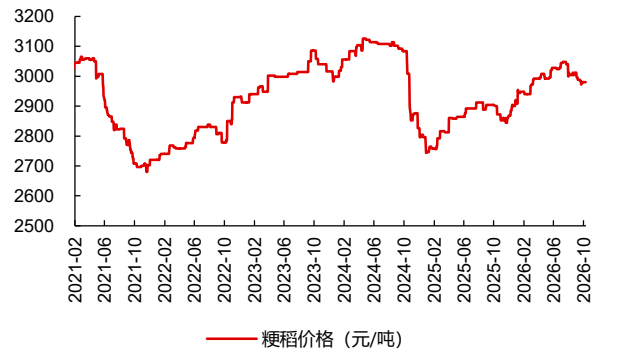
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：全国小麦价格走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：全国粳稻价格走势

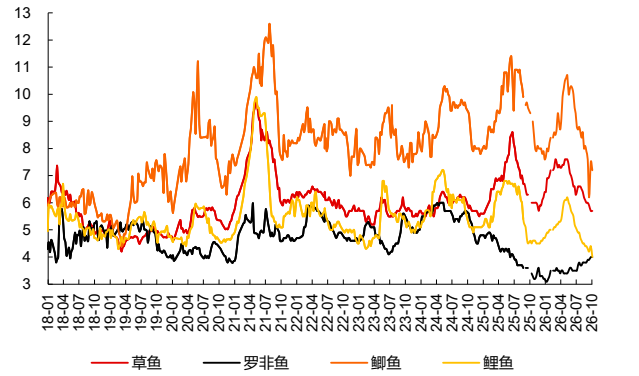


资料来源：Wind，长江证券研究所

普水鱼方面，截至 2026 年 10 月 9 日，草鱼、罗非鱼均价分别 5.7、4 元/斤，同比分别下降 9.5%、上涨 11.1%，环比均持平；

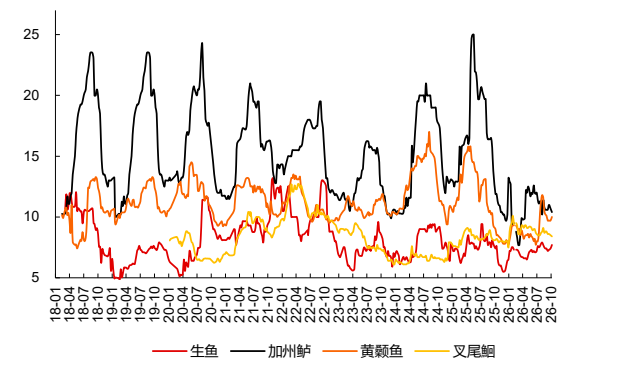
特水鱼方面，截至 2026 年 10 月 9 日，生鱼、加州鲈均价分别 7.7、10.4 元/斤，同比下降 1.3%、下降 24.6%，环比分别上涨 4.1%、下降 2.8%。

图 41：普水鱼价格走势（单位：元/斤）



资料来源：通威农牧，长江证券研究所

图 42：特水鱼价格走势（单位：元/斤）



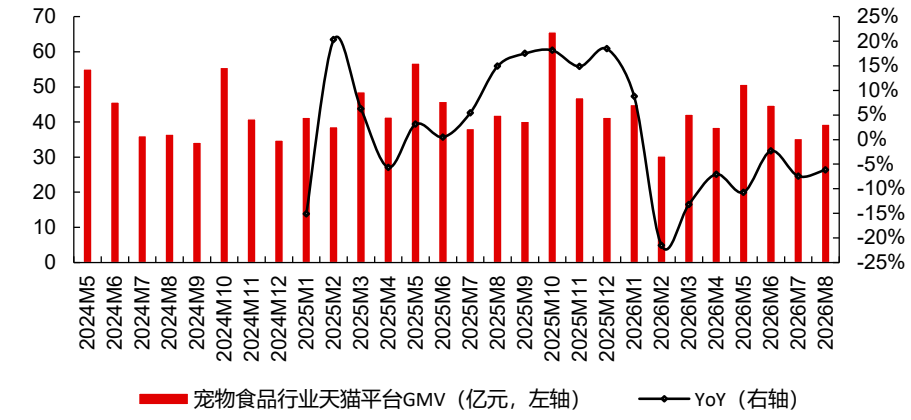
资料来源：通威农牧，长江证券研究所

宠物

2026 年 8 月，宠物食品行业天猫平台 GMV 为 39.4 亿元，同比下降 6.2%。

2026 年 8 月，我国宠物食品行业向全球/美国/英国/德国/法国/柬埔寨/越南出口额增速分别为+15%/+16%/+15%/+10%/-58%/-5%/+12%。

图 43：宠物食品行业天猫平台月度 GMV 及同比增速（亿元）



资料来源：炼丹炉数据库，长江证券研究所

表 1：宠物零食分地区出口额同比增速（人民币口径）

地区	2025M8	2025M9	2025M10	2025M11	2025M12	2026M1	2026M2	2026M3	2026M4	2026M5	2026M6	2026M7	2026M8
全球	**-16%**	**-9%**	**-18%**	**-5%**	**-4%**	**-7%**	**48%**	**-15%**	**18%**	**4%**	**26%**	**10%**	**15%**
美国	**-47%**	**-43%**	**-42%**	**-47%**	**361%**	**-47%**	**-21%**	**-35%**	**19%**	**14%**	**-22%**	**-5%**	**16%**
英国	-15%	-9%	-21%	4%	11%	-4%	50%	3%	33%	-1%	42%	5%	15%
德国	-31%	-23%	-25%	7%	-8%	-6%	95%	-19%	38%	1%	48%	34%	10%
法国	0%	-2%	-38%	-29%	61%	-6%	80%	-56%	5%	46%	-41%	0.3%	-58%
柬埔寨	5357%	1644%	5015%	1430%	2633%	1242%	37995%	1238%	47%	-8%	12%	227%	-5%
越南	64%	123%	39%	-20%	543%	224%	51%	60%	240%	736%	134%	70%	12%

资料来源：中国海关，长江证券研究所

风险提示

1、突发动物疾病的影响导致企业业绩与出栏规模不达预期。生猪养殖企业有可能出现由于突发动物疫病造成的损失、养殖成本大幅抬升以及出栏规模不达预期的情况。

2、额外的政策及资金支持导致生猪养殖行业去产能不达预期。我们对于行业去产能以及景气度持续性做出的判断主要基于现有的行业政策情况以及目前行业参与主体的现金流情况，如果出现额外的行业政策支持以及行业外的资金进入生猪养殖行业，行业去产能幅度、以及后续猪价景气可持续性可能不达预期。

3、猪肉需求短期显著下滑。随着更多其他蛋白质品种供给的提升，猪肉需求的下滑是长期趋势。长期趋势中，短期剧烈的需求下滑或对生猪价格造成巨大压力，例如 2009 年发生的“瘦肉精”中毒事件等等。

4、饲料原材料价格显著上升。养殖行业、饲料行业和宠物食品行业成本受饲料原材料价格影响较大，若玉米、豆粕、鱼粉等价格受国际市场影响较大的饲料原材料价格显著上升，或导致企业盈利水平不达预期。

根据香港地区相关监管规定及研究报告信息披露要求，现就长江证券国际金融集团有限公司与牧原股份(02714.HK)、牧原股份(002714.SZ)的业务关系补充披露如下：

长江证券国际金融集团有限公司作为长江证券股份有限公司在香港设立的子公司，其下属持牌法团在过去十二个月内与报告中所述的公司存在投资银行业务关系。特此提示投资者注意相关潜在利益关联，并建议在阅读研究报告时结合该信息进行独立判断及寻求专业意见。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。

