

2026 年 07 月 22 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

一头猪能卖多少钱——从能繁去化到供需均衡

——农林牧渔行业深度报告

推荐(维持)

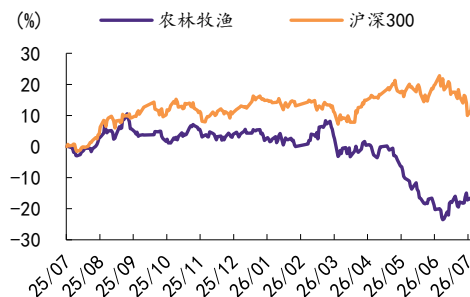
投资要点

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

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
农林牧渔(申万)	2.7	-17.7	-18.1
沪深 300	-6.3	-1.3	15.1

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：宠物赛道有多大，能孕育多大的企业》2026-07-21
- 2、《农林牧渔行业深度报告：养一头猪要花多少钱——生猪养殖完全成本拆解与未来预测》2026-06-28
- 3、《农林牧渔行业专题报告：宠物行业是一门什么样的生意——我们选择哪些赛道》2026-06-12

■ 三层级的驱动因子，构成"趋势—均衡—波动"定价框架

生猪价格波动可以拆解为三个层级：能繁去化定方向、供需比定量价、短期因子调偏差，共同构成"趋势—均衡—波动"的定价框架。能繁母猪存栏变动经约 10 个月时滞传导至商品猪供给端。而在均衡价格之外，压栏与抛售构成镜像扰动，冻品库存形成低价蓄积高价释放的"蓄水池"效应，导致实际价格围绕均衡中枢波动。

■ 能繁去化 10%是关键拐点，猪价合理涨幅约 1 倍

供给端是猪周期振幅的决定性变量，能繁母猪存栏的变动直接决定 10 个月后的商品猪出栏规模。当前能繁存栏自 2026 年 3 月进入新一轮去化通道，累计变动-3.74%，去化启动加速。我们预计，在行业现金流压力叠加之下，2026 年四季度至 2027 年一季度能繁去化幅度有望达到 10%左右的关键拐点，猪价涨幅一倍左右。观测历史数据，在非瘟过后（2021 年以来），在累计能繁去化程度达到 10%以上时，行业龙头企业可以达到约 1.7-3 倍的股价增长。

■ 26 年猪价 9—12 元/kg 承压，27 年 3 月有望反转

构建"供/需比"定量分析框架，刻画市场供需的相对松紧程度。基于 39 个月的有效样本拟合，二次函数对历史数据解释力度最优。模型调整后，我们判断 2026 年全年猪价大概率在 9—12 元/kg 区间运行，今年整体猪价低于成本，养殖端持续亏损将加速产能出清。2027 年 3 月之后，随着能繁去化效果充分传导至出栏端，猪价有望实质性上涨。

■ 二育和冻品造成短期 1-3 个月扰动，偏离均衡约 1—2 元/kg

压栏/抛售行为和冻品库存是影响猪价短期波动的两大扰动因子。压栏在上涨预期下推迟出栏、收缩当期供给，抛售价在悲观预期下提前出栏、释放过剩供给，二者互为镜像；冻品库存在低猪价时吸收供给、高猪价时释放供给，平滑猪价波动。多因子共振将扰动猪价 1—2 元/kg，持续 1—3 个月。短期偏离最终会向供需比和能繁去化决定的均衡中枢回归。

■ 风险提示

猪价波动超预期风险；能繁去化节奏不及预期风险；动物疫病风险；饲料原料价格波动风险；冻品库存高位压制风险；政策调控执行风险；实际情况与假设不符风险

正文目录

1、 引文 4

2、 供给之源：能繁去化与产能周期..... 5

 2.1、 能繁存栏：猪价领先指标的理论逻辑 5

 2.2、 能繁去化 10% 是关键拐点，价格合理涨幅为 1 倍 6

3、 生猪定价：供需比模型与未来预测..... 7

 3.1、 供需比模型的构建逻辑 7

 3.2、 模型拟合结果与猪价预测 8

 3.3、 今年猪价 9-12 元/kg 承压，明年 3 月有望反转..... 9

4、 短期扰动：压栏、抛售与冻品库存..... 10

 4.1、 压栏与抛售的行为逻辑 10

 4.2、 冻品库存率的变动影响 10

 4.3、 短期扰动猪价 1—2 元/kg，持续 1—3 个月 11

5、 风险提示..... 11

图表目录

图表 1：影响猪价的因素 4

图表 2：生猪行业的周期属性 5

图表 3：累计能繁存栏百分比及猪价（元/KG） 6

图表 4：过往能繁去化对应主要公司股价变动 6

图表 5：供/需比数据样本 8

图表 6：供需比模型拟合曲线 9

图表 7：未来 10 个月猪价模型预测与调整值（元/KG） 9

1、引文

生猪价格的波动可以拆解为三个层级的驱动因子——产能源头的能繁去化、均衡中枢的供需比、以及短期行为的压栏抛售与冻品扰动。三者共同构成了“趋势—均衡—波动”的定价框架。

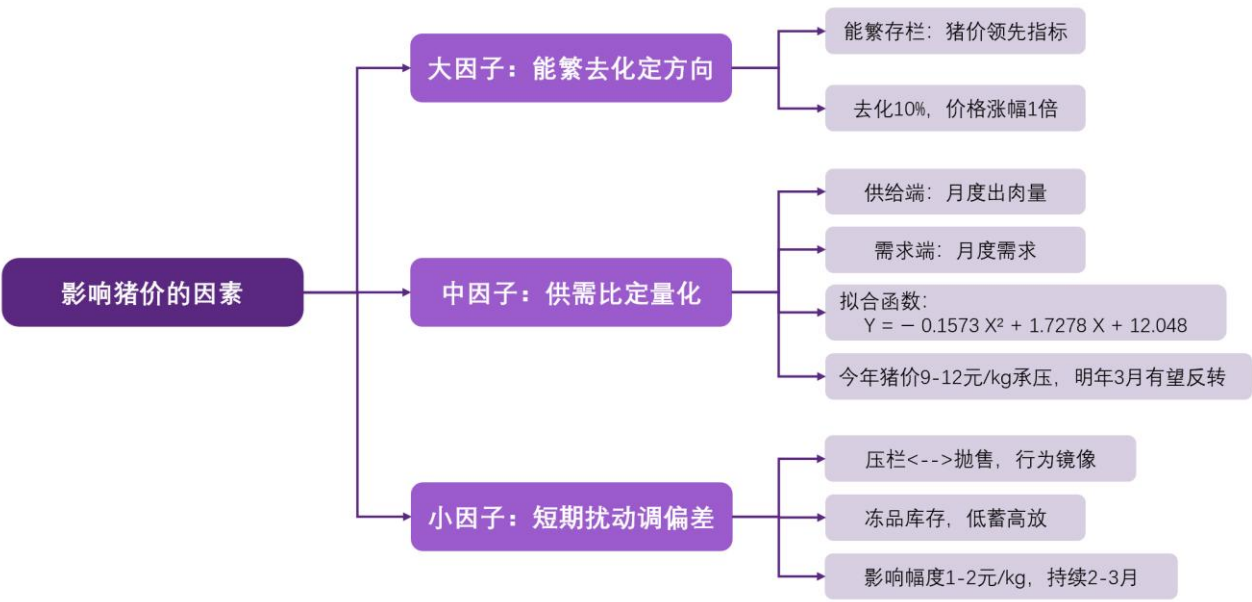
大因子：能繁去化——产能源头与趋势方向。 能繁母猪的存栏变动通过“配种→妊娠→哺乳→育肥→出栏”的生物学链条，以约 10 个月的时滞传导至商品猪供给端，决定了猪价的趋势方向。我们判断，能繁去化累计超过 10%将触发猪价趋势性反转，且涨幅约为 1 倍。

中因子：供需比——均衡中枢与价格锚定。 我们将月度出肉量（供给）与月度猪肉需求的比值构建为“供/需比”指标，通过对 2023 年 1 月至 2026 年 6 月共 39 个月的有效样本进行二次函数拟合，建立了供/需比与猪价之间的定量关系模型。经过模型推算和调整，我们预测今年猪价在 9-12 元/kg 承压，明年 3 月有望反转。

小因子：压栏、抛售与冻品库存——短期波动与实际偏离。 供需比模型给出的均衡价格并非市场实际交易价格。在真实市场中，养殖端的压栏与抛售行为、屠宰企业的冻品库存调节，构成了猪价的短期扰动层。压栏通过延迟出栏减少当期供给、推升猪价，抛售则通过恐慌性提前出栏增加供给、打压猪价；冻品库存在低价时蓄积、高价时释放，形成“蓄水池”效应。这些短期因子合计影响猪价 1—2 元/kg，持续约 1—3 个月。

三个层级的逻辑关系可概括为：能繁去化定方向 → 供需比定量价 → 短期因子调偏差。在后续章节中，我们将依次展开分析，最终形成从源头到终端、从长期到短期的猪价定价体系。

图表 1：影响猪价的因素



资料来源：华鑫证券研究

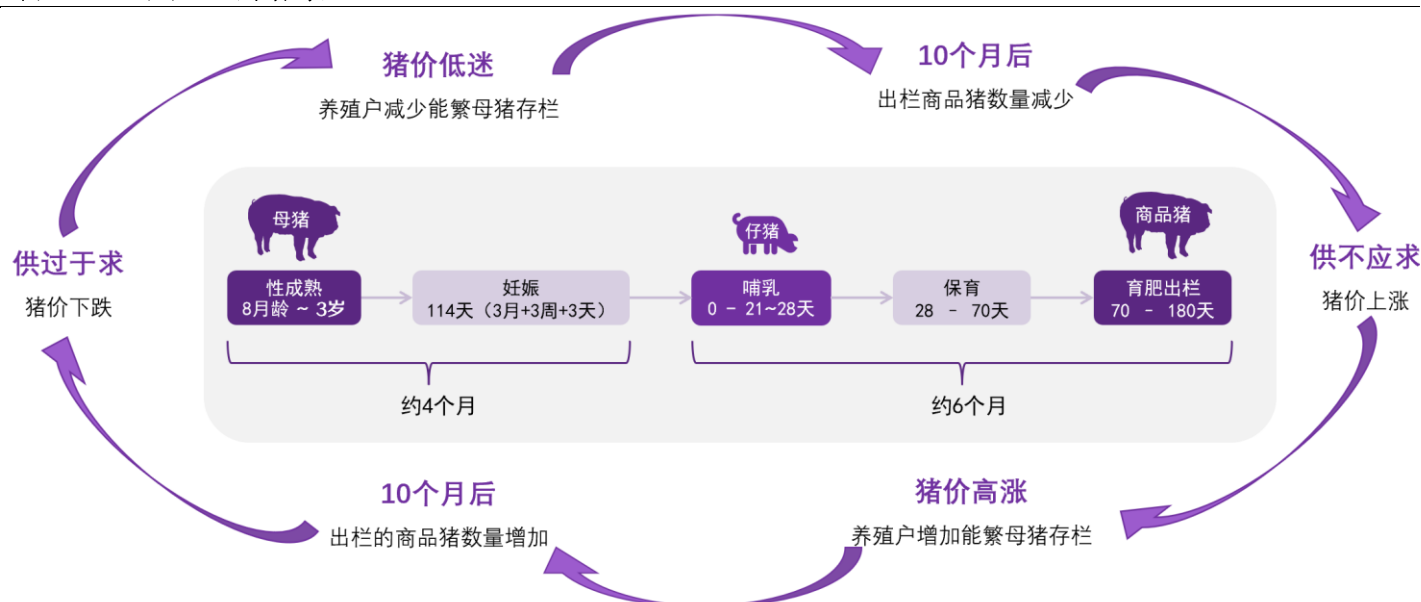
2、供给之源：能繁去化与产能周期

2.1、能繁存栏：猪价领先指标的理论逻辑

猪周期的本质是供需错配，但供给与需求在周期波动中的角色截然不同。**需求端**由人口基数、消费习惯和季节性节奏决定，年度间波动幅度通常在 5%以内，年际变化有限。这意味着需求端**不是猪价大幅波动的核心驱动力**。

供给端才是猪周期振幅的决定性变量。生猪生产具有天然的生物学周期——从能繁母猪配种到商品猪出栏至少需要 10 个月，叠加 114 天妊娠期、育肥期等完整链条，产能调节存在显著的时滞。当行业集中补栏时，10 个月后供给集中释放，猪价承压下跌；当行业被迫去化产能时，10 个月后供给收缩，猪价获得上涨动力。这种**滞后响应**导致供给端无法实时匹配需求，从而形成**周期性供需错配**，驱动猪价大幅波动。因此，要理解和预判猪价走势，须从供给侧入手。

图表 2：生猪行业的周期属性



资料来源：江西畜牧兽医杂志，中国建筑科学研究院，华鑫证券研究

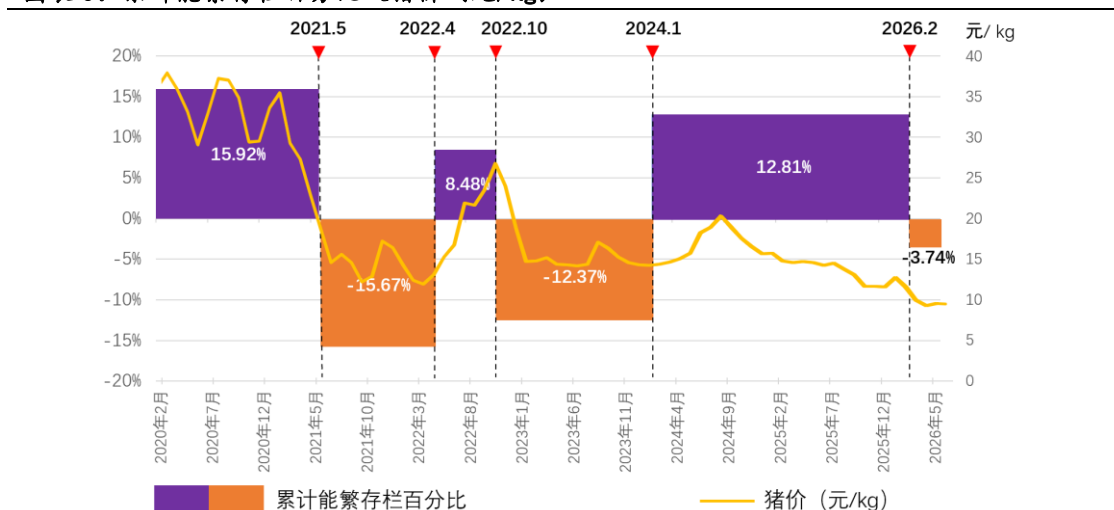
在众多供给侧指标中，**能繁母猪存栏量**是预判猪周期最核心的先行指标。能繁母猪是整个生猪产业链的**"源头阀门"**，其存栏量直接决定 10 个月后的商品猪出栏规模。这一传导链条具有高度的确定性——能繁存栏变化→仔猪出生量变化→（约 10 个月后）生猪出栏量变化→猪价变化。相比出栏量、屠宰量等同步或滞后指标，能繁存栏提供了最长 10 个月的预判窗口。历史同样验证了这一点，回顾过去的猪周期，每一次猪价的趋势性反转，都对应着能繁存栏的显著去化。其幅度与后续猪价涨幅之间存在稳定的正相关关系。

因此，我们将**能繁母猪去化**作为分析供给侧的核心变量，其变动趋势和幅度是判断猪周期位置和拐点的关键依据。

2.2、能繁去化 10% 是关键拐点，价格合理涨幅为 1 倍

我们选用涌益的能繁存栏环比数据，以 2022 年 2 月为 0.00% 起点进行累计观察。上图展示了 2020 年 2 月以来能繁母猪存栏累计变动幅度与猪价走势的叠加关系。紫色代表补栏阶段，橙色代表去化阶段；黄色折线为同期猪价（元/kg，右轴）。

图表 3：累计能繁存栏百分比及猪价（元/kg）



资料来源：涌益咨询，华鑫证券研究

从图中可以看出二者的相关性：2021 年 6 月至 2022 年 4 月，能繁存栏累计去化 15.67%，猪价在此后触底反弹，从约 10 元/kg 升至 25 元/kg 以上；2022 年 11 月至 2024 年 1 月，周期重现，能繁去化到达 12.37%，猪价同样经历触底回升。而两次补栏阶段（2020.2—2021.5 累计补栏 15.92%、2024.2—2026.2 累计补栏 12.81%）则带来猪价的高位回落。当前，能繁存栏自 2026 年 3 月进入新一轮去化通道，截至 2026 年 6 月累计变动-3.74%，去化刚刚启动，猪价处于低位运行区间。观测历史数据，在累计能繁去化程度达到 10% 以上时，行业龙头企业可以达到约 1.7-3 倍的股价增长。

图表 4：过往能繁去化对应主要公司股价变动

能繁去化对应时间	对应程度	公司	股价上涨时间	股价变动
2021.6-2022.4	-15.67%	傲农生物	21.9-22.7	2.7 倍
		巨星农牧	21.7-22.8	2.9 倍
		华统股份	21.7-22.8	2.5 倍
2022.11-2024.1	-12.37%	新五丰	23.1-23.4	1.7 倍
		神农集团	23.10-24.5	2.1 倍
/	/	牧原股份	25.5-25.9	1.4 倍
/	/	德康农牧	25.1-25.7	3.3 倍

资料来源：ifind，华鑫证券研究

我们判断，本轮能繁去化预计在 2026 年四季度至 2027 年一季度累计达到 10% 左右的关键拐点。前期报告已经提出，能繁去化幅度超过 10% 均触发猪价趋势性上涨，且涨幅约为 1 倍。据此推断，2027 年 3 月之后猪价有望实质性上涨。

3、生猪定价：供需比模型与未来预测

3.1、供需比模型的构建逻辑

生猪行业具有显著的**周期属性**，其核心驱动力来自**供给与需求**的动态博弈。与工业品不同，生猪生产存在天然的生物学周期——从能繁母猪配种到商品猪出栏**约需 10 个月**，供给端对价格信号的响应存在明显滞后；而需求端虽受季节性与节假日影响呈现规律性波动，但总量相对刚性。这种供给弹性大、需求弹性小的结构性错配，使得猪价呈现**周期性波动**特征。在众多价格分析指标中，我们选择构建**"供/需比"**作为核心观测变量，刻画市场供需的相对松紧程度，为猪价提供更具解释力的定量锚点（模型内部计算除特殊说明外均采用月度数据）。

● 供给端

我们选择月度出肉量的测算来进行统一量化：

$$\text{月度出肉量} = \text{能繁到商品猪} \times \text{体重折算值} \times \text{月度供给占比}$$

能繁到商品猪：商品猪对应的能繁产能要考虑从存栏到出栏的转化，各存活率参数随行业养殖效率的变化动态调整。该乘积反映从能繁母猪到可供出栏商品猪的全程存活转化效率，由于猪的生理性特质，从配种到出栏约需 10 个月（其中怀孕、哺乳所需时间分别对应 4 个月，1 个月），该指标在时间上滞后于能繁存栏母猪。计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{能繁到猪}_t &= \text{能繁存栏数量}_{t-10} \times \text{窝均健仔数}_{t-6} \times \text{产房存活率}_{t-5} \times \text{断奶存活率}_{t-4} \\ &\quad \times \text{育肥存活率}_t \end{aligned}$$

体重折算：计算实际出栏均重与标准体重（120kg）的比值能够简化运算，统一单位。例如，2022 年 11 月压栏现象普遍，出栏均重偏高（约 130kg，折算系数 1.09），而 2023 年初出栏体重均重约 121kg（折算系数 1.01）。

月度供给占比：通过“屠宰月度系数×年度占比”将出栏量分配到各月。其中，屠宰月度系数=月度屠宰企业开工率/屠宰率年度总和；而年度占比以全国商品猪出栏 7 亿头为单位标准量，百分比绝对值的衡量方式能够反映年度间的消费水平差异。屠宰量存在显著季节性——冬季腌腊旺季屠宰占比远高于春夏淡季。

● 需求端

将年度猪肉消费总量按月度分解：

$$\text{月度需求} = \text{月度需求百分比} \times \text{年度占比}$$

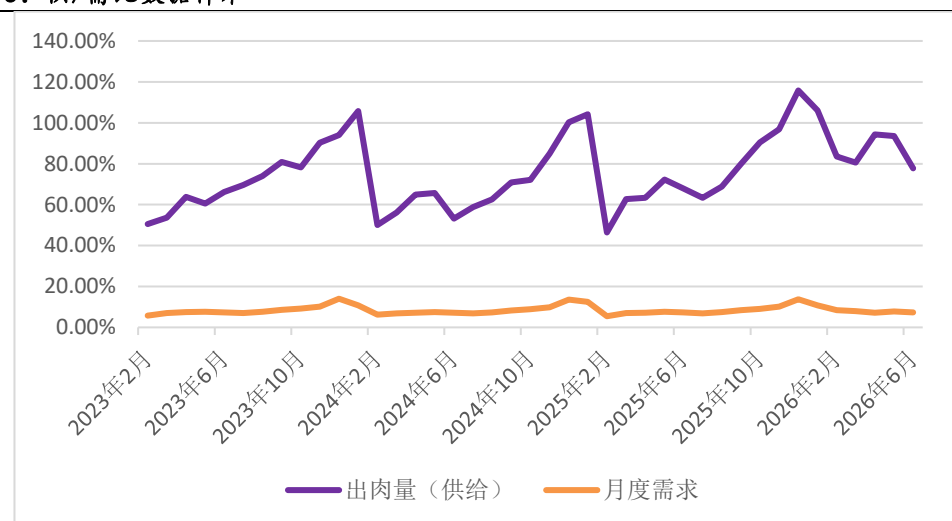
其中，月度需求百分比为估值，反映消费的季节性特征，如过年前两个月腌腊旺季占

比达到 10%以上，年后需求突降在 6%左右，其余月份差异不大，约在 7-9%；因为每年消费猪肉总量的不同，在计算月度需求时要乘当年的年度占比。

● 样本选择说明

模型拟合选取 2023 年 1 月至 2026 年 6 月的月度数据。选择 2023 年 1 月作为起点，是因为此前生猪市场仍受 2019 年非洲猪瘟余波影响，数据不具备平稳性；2023 年后行业产能基本恢复至常态水平，供需关系进入相对平稳的周期运行阶段。在样本区间内，剔除了 2023 年 12 月至 2024 年 2 月共 3 个月的数据——该时期受疫病冲击影响严重，短期供给出现非典型性扰动，猪价波动无法由正常供需关系解释，纳入拟合会显著降低模型解释力度。剔除后有效样本量为 39 个月。

图表 5：供/需比数据样本



资料来源：国家统计局，中华人民共和国商务部，中国养猪网，正大猪博士，华鑫证券研究

3.2、模型拟合结果与猪价预测

基于有效样本数据，我们对供/需比（X）与猪价（Y，元/kg）进行了多种函数形式的拟合检验，最终选择二次函数，拟合结果为：

$$Y = -0.1481 X^2 + 1.4617 X + 13.602$$

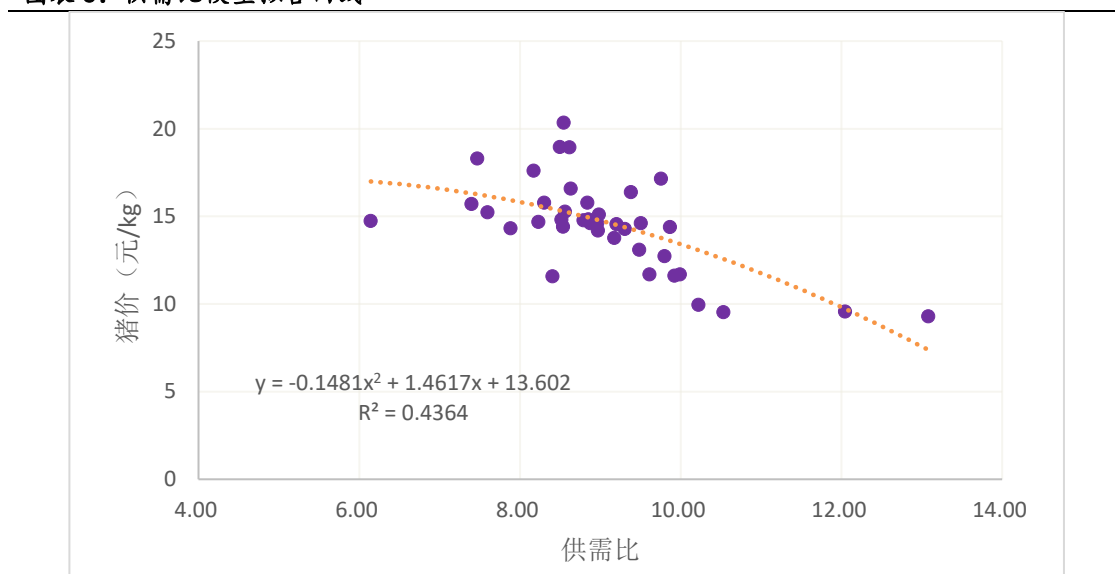
选择该函数形式基于两方面考量：

实证层面：在线性、对数、指数、幂等多种函数形式中，二次函数的拟合优度 R^2 最高，对历史数据的解释力度最优。

底层逻辑层面：①**相关关系考量：**函数的一次项系数为正、二次项系数为负，体现供/需比与猪价之间的非线性负相关关系：供给越充裕，猪价越低；②**当供/需比极大（严重供过于求）时，**函数值趋于收敛，对应猪价的养殖现金成本支撑，价格不会无限下跌；**当供/需比极小（严重供不应求）时，**函数值同样趋于收敛，对应猪价上方的消费替代效应——猪肉价格过高将引导消费者转向禽肉、牛羊肉等替代品；④**在供/需比处于合理区间时，**猪价波动相对平缓。这种两端收敛、中间平稳的非线性特征，正是开口向下的抛物线所能刻

画的。

图表 6：供需比模型拟合曲线

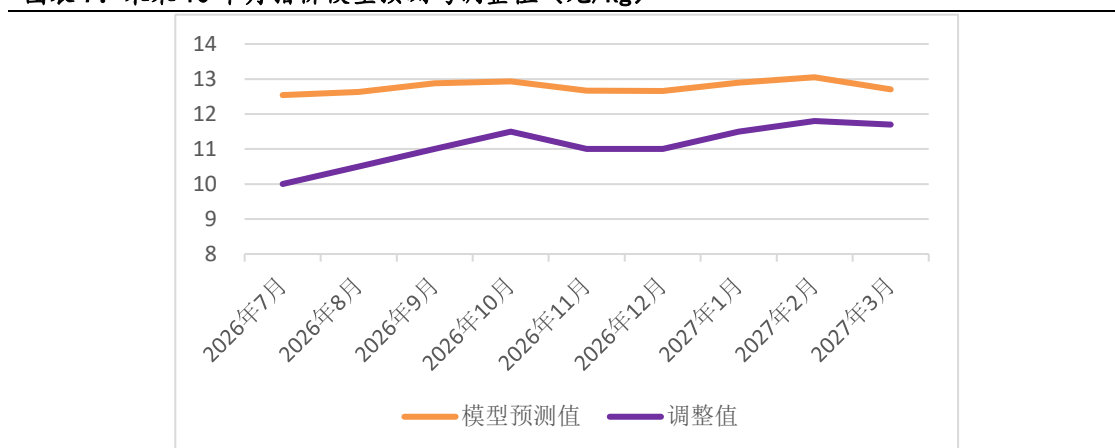


资料来源：国家统计局，中华人民共和国商务部，中国养猪网，正大猪博士，华鑫证券研究

未来猪价预测：

基于模型对未来供/需比的测算，我们得到 2026 年 7 月至 2027 年 3 月的猪价模型预测值。考虑到模型对极端值的偏离以及实际市场中的压栏/抛售行为、疫病冲击、政策调控等外生变量，我们结合行业经验对模型预测值进行了人工调整，主要调整考量包括能繁去化节奏和季节性规律。

图表 7：未来 10 个月猪价模型预测与调整值（元/kg）



资料来源：国家统计局，中华人民共和国商务部，中国养猪网，正大猪博士，华鑫证券研究

3.3、今年猪价 9-12 元/kg 承压，明年有望反转

2026 年全年猪价大概率在 9—12 元/kg 区间运行，行业整体仍处于亏损区间。当前猪价（约 10.00 元/kg）已显著低于行业平均完全成本线（约 12 元/kg），养殖端持续亏损或将加速产能出清。随着能繁去化效果充分传导至出栏端，供需格局发生变化，猪价将从当前低位回升，预计 2027 年 3 月之后猪价有望上涨。

4、短期扰动：压栏、抛售与冻品库存

4.1、压栏与抛售的行为逻辑

● 压栏

压栏是指养殖户在猪价上涨预期下，主动推迟商品猪出栏时间、延长饲养周期至超过正常出栏体重（通常 120kg 以上）的行为。其本质是养殖端通过**延迟出栏将当期供给后移**，以**换取未来更高的出栏价格**。

压栏通常在以下条件下触发：①猪价处于低位且养殖端预期未来价格将回升（如能繁去化信号已现、政策端释放调控信号）；②饲料成本相对可控，增量饲喂的边际成本低于预期涨幅带来的收益；③前期行业普遍亏损，“赌涨”心理集中。

压栏对猪价的影响分为两个阶段。第一阶段为**压栏形成期**：大量商品猪推迟出栏，当期可上市的生猪供给减少，叠加单头出栏体重提升带来的出肉量增加，猪价获得短期支撑。第二阶段为**压栏释放期**：前期积压的大体重猪源集中出栏，短期内供给骤增，叠加出栏体重偏高导致的单头出肉量放大，猪价下跌。这一过程通常持续 1—3 个月，猪价波动幅度预计约为 0.5—1 元/kg。

● 抛售

与压栏相反，**抛售**是养殖端在猪价下跌预期下，恐慌性地提前出栏、降低出栏体重的行为。其本质是养殖端对后市悲观，选择**“止损出场”**，将原本应在未来出栏的生猪提前推向市场。

抛售通常在以下条件下触发：①猪价持续下跌且养殖端对未来价格预期悲观（如产能去化不及预期、需求端突发利空）；②养殖端现金流紧张，被迫提前出栏以回笼资金（如连续亏损后饲料采购困难）；③疫病风险上升时，养殖户为避免感染损失而提前清栏。

抛售对猪价的影响同样分为两个阶段。第一阶段为**抛售形成期**：大量中小体重生猪提前出栏，短期市场供给激增，叠加出栏体重偏低导致养殖户倾向于“以量换价”、加速流通，猪价短期承压**加速下跌**。第二阶段为**抛售消化期**：可出栏的猪源因提前释放而快速消耗，未来 1—2 个月可供上市的生猪数量减少，供给收缩反过来对猪价形成底部支撑。这一过程同样持续约 1—3 个月。

压栏与抛售互为镜像，两者共同构成了猪价围绕均衡水平短期波动的核心行为机制。

4.2、冻品库存率的变动影响

冻品库存是屠宰企业和贸易商将鲜品猪肉冷冻储存形成的战略库存，其变动直接影响市场的实际可供量。

高猪价时期，冻品库存趋于下降。当猪价上涨至高位时，鲜品猪肉价格随之上行，终端消费需求受到抑制（消费替代效应），屠宰企业鲜品走货速度放缓；同时，前期低价时期囤积的冻品在高位出库获利了结的意愿增强——冻品集中出库增加了市场有效供给，对猪价上行形成压制。

低猪价时期，冻品库存趋于上升。当猪价跌至低位时，屠宰企业和贸易商判断未来猪价存在上涨空间，主动增加冻品采购、加大冷冻储存力度，将部分当期鲜品转化为冻品库存。这一“蓄水池”效应吸收了一部分当期市场供给，减缓了猪价的下跌速度。但值得注意的是，冻品库存的持续累积也为未来猪价反弹埋下隐患——当冻品库存处于历史高位时，一旦猪价出现反弹信号，库存集中释放可能压制反弹高度。

冻品库存通过调节“当期有效供给”来影响猪价。这一机制使得猪价的波动幅度被部分平滑，同时也意味着猪价的顶部和底部往往不会达到供需比模型预测的极端值。

4.3、短期扰动猪价 1—2 元/kg，持续 1—3 个月

压栏/抛售行为和冻品库存是影响猪价短期波动的两大核心扰动因子，其影响特征可归纳为：

影响幅度：1—2 元/kg。单一因子（如压栏或抛售）在极端情况下对猪价的扰动幅度约 0.5—1 元/kg；当压栏与冻品出库同步发生，或抛售与冻品囤积同步发生时，多因子共振可将扰动幅度放大至 1—2 元/kg。

影响周期：1—3 个月。压栏/抛售从形成到释放的完整周期约 1—3 个月，冻品库存从累积到出库的轮动周期也大致相当。这意味着短期扰动不会改变猪价的趋势方向——供需比和能繁去化决定的均衡中枢仍然是猪价的中长期锚点，短期偏离最终会向均衡回归。

模型预测调整与实际考量：之前提到的供需比模型预测值与调整值之间的偏差，除能繁去化节奏的传导时滞外，短期行为因子和冻品库存变动也是重要来源。在实际研判中，需结合出栏体重变化、屠宰量数据、冻品库存率等高频指标，对模型预测值进行动态校准。

5、风险提示

1. 猪价波动超预期风险：本报告供需比模型基于 2023 年 1 月至 2026 年 6 月共 39 个月的有效样本数据拟合，但拟合优度 R^2 表现仍有提升空间，预测数据与真实数据之间存在偏差。生猪市场的现实非线性因素，可能导致猪价短期偏离模型预测值，实际走势存在超出模型框架的风险。

2. 能繁去化节奏不及预期风险：报告核心结论建立在“2026 年四季度至 2027 年一季度能繁去化累计达 10%”的假设之上。当前行业规模化率较上轮周期显著提升，头部企业被动去化意愿可能弱于中小散户；同时 PSY（每头能繁母猪年提供断奶仔猪数）持续改善可能部分对冲存栏下降的效果，使得去化进度慢于历史经验，拐点时点延后。

3. 动物疫病风险：重大疫病（如非洲猪瘟、猪流行性腹泻等）的爆发具有不可预见性，可能造成区域性产能剧烈去化或封锁管控，短期大幅扰动供给节奏和猪价走势，使基于供需均衡框架的预测结论失效。

4. 饲料原料价格波动风险：极端天气、国际贸易政策变动等因素可能推动玉米、豆粕等饲料原料价格超预期上行，一方面推升养殖完全成本、加剧行业亏损深度，另一方面影响养殖端补栏/去化决策，对猪周期节奏形成外生扰动。

5. 冻品库存高位压制风险：一旦猪价出现反弹信号，屠宰企业和贸易商集中出库释放库存，可能形成阶段性供给脉冲，压制猪价反弹幅度，使得实际涨幅低于模型预测值。

6. 政策调控执行风险：政策的执行力度和进度存在不确定性，各主产省实际调减进度可能参差不齐，影响去化拐点的如期到来。

7. 实际情况与假设不符风险：本报告中的供需平衡测算、猪价走势预判及盈利修复节奏均基于特定假设条件。若实际发生产业演进过程中出栏节奏偏离季节性规律等情况，可能导致实际供需格局与模型推演结果出现显著偏差。

■ 农业轻纺组介绍

姜倩：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。