

农林牧渔三季报总结

养殖板块业绩高增，行业景气有望延续

分析师：刘宸倩

执业编号：S1130519110005

2024/11/3

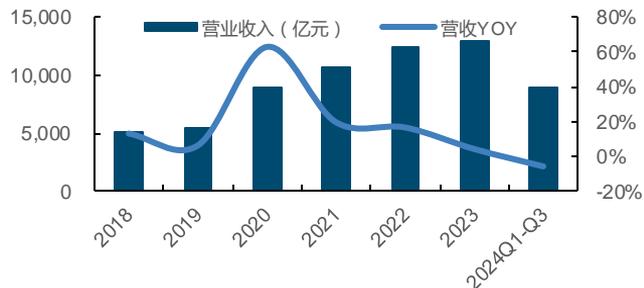
- **生猪养殖**：生猪价格在Q3有较好表现，在猪价与原材料成本持续扩大的剪刀差下，板块利润同环比大幅改善，生猪养殖企业现金流状况好转，经营稳健性有所提升。展望Q4，随着消费旺季的到来与生猪价格有望维持高景气；而在悲观预期下行业补产能进度较慢，明年板块或依旧实现较好盈利。中长期来看，生猪养殖行业依旧有较为优秀的中枢利润，且非洲猪瘟之后行业的快速扩张中，行业成本方差依旧巨大，头部企业有充足的超额利润，建议优选低成本高质量扩张的企业。
- **禽养殖**：从价格表现看，三季度黄羽鸡价格虽然有所回落，但是饲料成本的下降使其实现较好利润；白羽鸡价格Q3表现略好于Q2，同样受益于成本下行，板块整体实现盈利，但是企业间出现分化。随着宏观政策的调整，预计居民需求端有望逐步回暖，餐饮消费回暖带动禽类产品消费提升，而禽畜产品量价齐升逻辑有望增强。
- **种子**：在粮食价格承压的背景下种子板块业绩有所承压，多数企业利润出现较大幅度的下滑，同期企业库存有所增加。在全球极端天气频发、地缘政治震荡的格局下，粮食价格波动幅度加剧，种业振兴依旧是重要议题，建议关注政策端对种子板块的催化。
- **投资建议**：重点关注生猪养殖板块业绩兑现能力强&高弹性个股，以及消费回暖下低估值龙头的估值修复。
- **风险提示**：农产品价格波动、动物疫病风险、生猪价格不及预期、政策落地不及预期。

01 板块综述

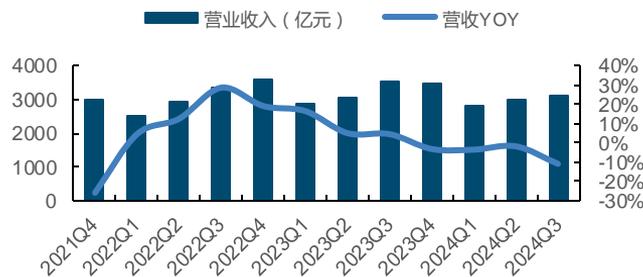
1.1 板块综述：养殖盈利驱动业绩高增，板块经营稳健

- 今年生猪价格景气上行，同时农产品价格趋势下行，在价格与成本剪刀差走阔的背景下，生猪养殖板块Q3盈利同比大幅增长，带动农林牧渔板块业绩好转。农林牧渔板块24Q1-Q3收入/归母净利润同比分别-5.9%/+455.0%，Q3单季度收入/归母净利润同比分别-11.5%/+749.5%。

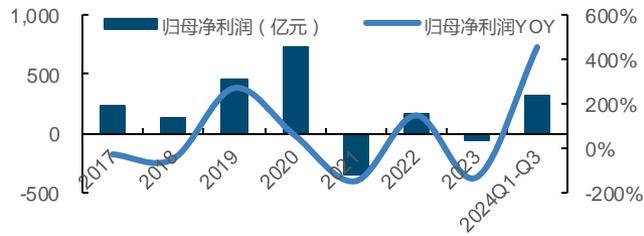
农林牧渔板块营收情况



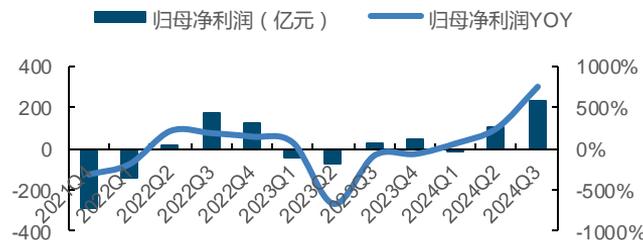
农林牧渔板块单季度营收情况



农林牧渔板块利润情况



农林牧渔板块单季度利润情况



1.1 板块综述：养殖盈利驱动业绩高增，板块经营稳健

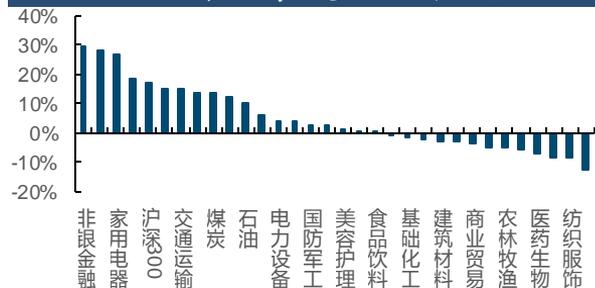
- 分子板块：从收入端表现来看前三季度仅有种植业实现同比增长，单Q3所有子行业收入端同比下滑；从利润端看前三季度养殖/饲料/渔业/农业综合利润端实现同比增长，单Q3养殖/饲料/农业综合实现同比增长。从利润增长幅度来看，单Q3养殖利润同比实现高增长。

子行业	收入（亿元）		收入YOY		归母净利润（亿元）		归母净利润YOY	
	2024Q1-Q3	24Q3	2024Q1-Q3	24Q3	2024Q1-Q3	24Q3	2024Q1-Q3	24Q3
养殖业	3371	1226	-4%	-2%	227	206	205%	3661%
动物保健	117	46	-1%	-12%	8	3	-55%	-65%
饲料	1919	723	-10%	-13%	51	30	687%	442%
种植业	638	119	3%	-49%	4	-7	-255%	-82%
农产品加工	2600	922	-7%	-11%	33	6	-53%	-77%
渔业	109	38	-3%	-27%	0	-1	526%	-289%
林业	15	4	-17%	-36%	0	0	-74%	-120%
农业综合	149	45	-6%	-16%	2	0	17%	116%

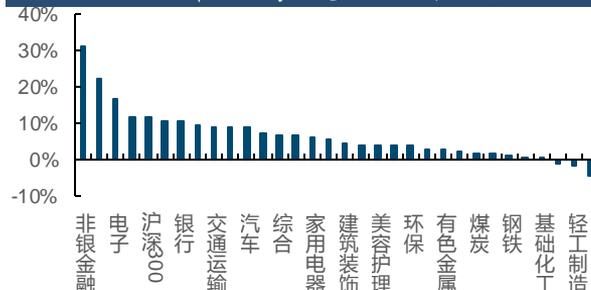
1.1 板块综述：板块跑输大盘，单Q3种植表现亮眼

- 前三季度农林牧渔板块收益率-5.4%，跑输大盘；单Q3收益率3.8%，跑输大盘。
- 分子板块看前三季度养殖/农产品加工/种植/饲料/渔业/动物保健收益率分别为：-0.4%/-3.4%/-6.1%/-19.8%/-29.7%；单Q3种植/农产品加工/养殖/渔业/饲料/动物保健收益率分别为：+4.9%/+4.2%/+2.6%/+1.4%/-0.7%/-15.4%。

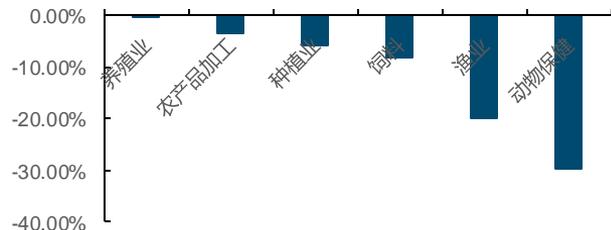
前三季度板块表现



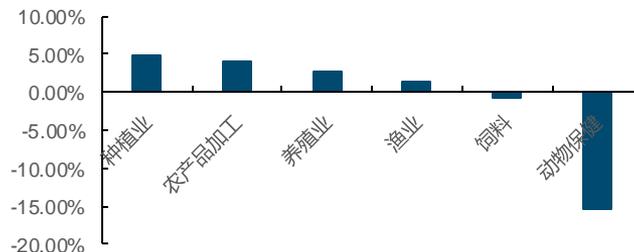
单三季度板块表现



前三季度农林牧渔子版块表现



单三季度农林牧渔子版块表现



2 生猪养殖

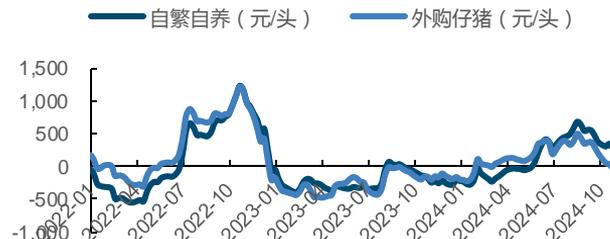
2. 生猪养殖：生猪价格周期向上，板块盈利明显改善

- 样本企业前三季度收入/归母净利润分别同比-6.3%/+204.2%；单Q3收入/归母净利润分别同比+2.1%/+171.4%。
- 生猪养殖板块业绩同比大幅好转主要受益于猪价景气&成本下行驱动养殖利润好转。

生猪价格（元/公斤）



生猪养殖盈利情况



生猪板块收入与利润情况



生猪板块单季度收入与利润情况



2.生猪养殖：生猪价格周期向上，板块盈利明显改善

- 从收入角度看：前三季度收入下滑的企业有新希望/*ST傲农/天康生物/唐人神/大北农/天邦食品/京基智农，收入下降的原因主要系其他业务收入下降所致。
- 利润角度看：除京基智农外其余企业前三季度利润同比大幅增长，单Q3增幅强于前三季度。

公司名称	营收（亿元）		营收YOY		归母净利润（亿元）		归母净利润YOY	
	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3
牧原股份	967.75	399.09	16.64%	28.33%	104.81	96.52	669%	930%
温氏股份	754.19	286.62	16.53%	21.95%	64.08	50.81	241%	3097%
新希望	772.09	276.32	-27.67%	-25.91%	1.53	13.71	104%	257%
正邦科技	58.37	26.15	0.89%	60.08%	3.01	4.28	111%	152%
*ST傲农	69.25	22.69	-54.37%	-55.59%	-8.19	-2.79	37%	42%
天康生物	130.87	50.94	-11.01%	-11.30%	5.66	2.89	212%	606%
唐人神	170.71	62.34	-18.20%	-15.64%	2.54	2.49	128%	201%
大北农	201.42	70.47	-15.83%	-14.73%	1.33	2.89	115%	315%
*ST天邦	71.46	28.28	-1.68%	11.71%	13.41	5.00	186%	262%
新五丰	52.71	20.38	36.05%	49.94%	0.01	2.48	100%	284%
巨星农牧	39.55	17.23	31.59%	66.89%	2.59	3.04	176%	5380%
华统股份	64.85	23.20	5.21%	13.40%	0.53	1.72	115%	9150%
神农集团	40.78	15.83	42.11%	36.32%	4.80	3.56	321%	663%
京基智农	45.95	18.95	-53.72%	42.90%	6.02	3.66	-52%	1470%
金新农	34.37	12.84	8.03%	15.71%	0.28	0.70	109%	199%
东瑞股份	10.66	4.31	32.06%	71.36%	-0.77	0.33	81%	139%

2. 生猪养殖：生猪出栏增速放缓，产能补充有限

- 从各家企业前三季度出栏量来看，仅有牧原股份前三季度生猪出栏量增速快于去年全年，其余企业生猪出栏量增速出现下滑，部分企业生猪出栏量同比下滑，行业扩产速度放缓。

公司	出栏量(万吨)				同比增速(%)		
	2021	2022	2023	2024Q1-Q3	2022	2023	2024Q1-Q3
牧原股份	4026	6120	6382	5015	52%	4%	7%
温氏股份	1322	1791	2626	2156	35%	47%	18%
新希望	998	1461	1768	1242	46%	21%	-5%
正邦科技	1493	845	548	248	-43%	-35%	-40%
*ST傲农	325	519	586	177	60%	13%	-60%
天康生物	160	203	282	214	26%	39%	4%
唐人神	154	216	371	279	40%	72%	6%
大北农	431	443	605	428	3%	37%	3%
*ST天邦	428	442	712	450	3%	61%	-2%
新五丰	39	179	312	304	358%	74%	50%
巨星农牧	87	153	267	179	76%	75%	-9%
华统股份	14	120	230	195	761%	91%	16%
神农集团	65	93	152	166	43%	64%	50%
京基智农	13	126	185	163	857%	46%	21%
金新农	107	126	33	89	17%	-74%	14%
东瑞股份	37	52	62	58	41%	20%	15%

2. 生猪养殖：生猪出栏增速放缓，产能补充有限

- 生产性生物资产：Q3整体生产性生物资产有所回升，但是环比仅仅+0.7%且低于Q1同期，行业整体产能补充有限。
- 资本开支：随着盈利好转行业资本开支环比增长，但是整体增长幅度有限，行业投资依旧偏谨慎。

生产性生物资产（亿元）							
公司名称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
牧原股份	73.94	77.07	78.12	93.15	106.37	102.45	102.54
温氏股份	58.28	54.88	54.37	48.91	47.92	48.36	48.49
新希望	71.81	69.91	63.62	50.50	42.47	38.09	37.79
正邦科技	6.93	6.95	6.02	5.00	6.02	7.17	8.35
*ST傲农	9.07	7.85	5.81	2.46	1.95	1.79	1.85
天康生物	3.79	3.63	3.63	3.21	2.96	2.93	2.81
唐人神	6.32	6.14	5.48	4.56	4.49	4.55	4.54
大北农	5.07	4.99	4.66	4.09	4.28	4.33	4.44
*ST天邦	9.72	11.48	9.92	8.63	7.48	7.80	7.45
新五丰	8.23	8.24	8.60	9.51	8.70	8.87	8.65
巨星农牧	4.55	4.45	4.15	3.86	3.77	4.68	5.31
华统股份	2.87	2.49	2.63	2.75	2.88	3.06	3.26
神农集团	1.78	1.83	1.95	2.34	2.57	3.12	3.39
京基智农	4.06	3.94	3.66	3.44	3.33	3.28	3.21
金新农	1.47	1.52	1.49	1.23	1.24	1.33	1.29
东瑞股份	1.75	1.54	1.31	1.19	1.61	2.16	2.29
合计	269.64	266.91	255.42	244.83	248.03	243.95	245.66

资本开支（亿元）							
公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
牧原股份	40.59	54.96	42.88	31.74	48.12	11.88	41.65
温氏股份	21.21	24.30	25.64	26.61	22.23	20.24	23.23
新希望	16.47	8.12	4.00	7.66	7.31	2.50	4.33
正邦科技	0.01	0.10	3.25	3.16	0.08	1.06	1.31
*ST傲农	2.22	1.04	0.90	0.95	1.38	0.37	0.58
天康生物	0.93	3.63	2.67	2.79	2.01	3.01	0.32
唐人神	3.69	2.13	2.35	2.96	1.41	0.84	1.43
大北农	2.51	2.55	2.43	2.98	2.27	1.75	2.34
*ST天邦	1.68	0.61	0.71	3.00	1.36	0.17	0.54
新五丰	0.79	1.00	1.22	0.33	0.36	0.47	0.49
巨星农牧	3.02	3.21	2.53	1.29	2.67	2.62	2.29
华统股份	3.15	2.58	1.90	3.32	1.86	0.69	0.79
神农集团	2.28	2.79	1.25	3.68	1.87	1.42	1.69
京基智农	6.50	1.51	0.64	1.02	0.68	0.33	0.68
金新农	0.82	0.64	0.52	1.43	0.44	0.32	0.51
东瑞股份	3.92	2.06	1.93	1.32	1.78	1.37	1.76
合计	109.79	111.23	94.80	94.23	95.85	49.03	83.94

2. 生猪养殖：资产负债率下降，经营情况好转

- 资产负债率：行业平均资产负债率持续下降，盈利好转下企业经营逐步转向文件。
- 现金及等价物：高盈利带动现金流好转，板块现金情况好转。

资产负债率 (%)

公司名称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
牧原股份	56.37	60.06	59.65	62.11	63.59	61.81	58.38
温氏股份	59.22	61.32	60.31	61.41	63.37	58.95	54.86
新希望	70.40	71.79	72.76	72.28	74.03	72.99	70.85
正邦科技	156.99	160.10	162.61	53.97	50.43	50.67	47.05
*ST傲农	83.12	86.72	89.41	103.69	106.84	109.21	112.27
天康生物	52.05	51.84	47.06	52.75	53.75	51.05	49.89
唐人神	60.83	62.07	64.75	64.84	67.35	65.92	65.1
大北农	59.01	60.71	63.00	66.29	67.75	67.31	65.29
*ST天邦	83.15	85.78	87.03	86.73	80.74	78.40	73.85
新五丰	75.37	69.82	70.15	74.99	76.05	76.32	74.33
巨星农牧	54.13	55.17	56.59	59.85	62.19	62.25	60.81
华统股份	68.78	71.59	72.11	74.68	76.78	76.04	74.42
神农集团	13.48	18.35	22.27	26.41	29.53	30.78	27.72
京基智农	71.56	73.42	73.78	67.78	66.47	64.10	62.26
金新农	69.23	70.36	70.53	74.06	73.66	73.55	72.22
东瑞股份	40.75	46.97	47.82	42.47	43.82	44.27	44.69
平均	67.15	69.13	69.99	65.27	66.02	65.23	63.37

期末现金及等价物

公司名称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
牧原股份	201.76	147.31	132.76	137.76	154.00	145.73	157.45
温氏股份	72.03	46.96	66.80	61.24	94.13	57.12	70.58
新希望	81.59	91.03	98.35	86.56	86.90	94.08	84.73
正邦科技	4.66	4.40	2.61	23.32	29.04	27.47	24.73
*ST傲农	3.97	2.06	1.97	1.52	1.44	3.75	3.36
天康生物	38.03	37.14	37.48	26.73	25.48	27.03	34.82
唐人神	17.52	15.26	28.01	19.57	22.22	19.21	16.77
大北农	46.99	46.03	52.15	45.73	28.52	30.50	38.47
*ST天邦	7.38	8.02	4.17	9.76	0.59	0.59	0.89
新五丰	8.24	20.11	12.48	14.20	9.14	11.88	14.22
巨星农牧	10.51	6.24	6.02	4.02	3.45	2.96	3.31
华统股份	7.25	6.65	5.30	5.28	5.51	4.26	4.74
神农集团	5.98	5.39	7.85	5.42	6.04	7.71	9.14
京基智农	15.54	11.45	9.56	10.55	8.52	5.48	8.61
金新农	10.18	10.26	7.28	6.84	3.61	4.20	3.77
东瑞股份	4.17	4.99	2.70	11.52	8.82	7.37	6.65

3 禽养殖

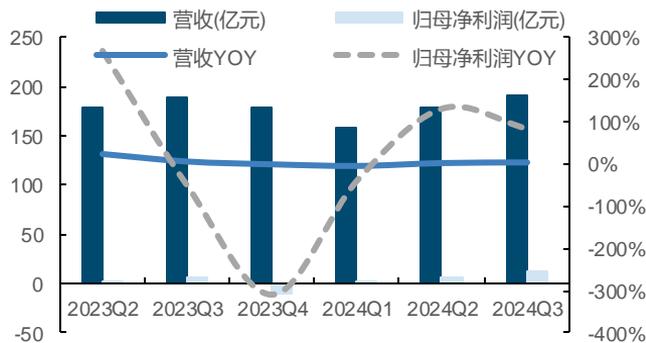
禽养殖：收入环比改善，盈利逐季好转

- 禽养殖板块前三季度/单三季度实现收入530/192亿元，同比-1.5%/+1.6%；前三季度/单三季度实现归母净利9.6/11.5亿元，同比-1.5%/+84.8%。
- 从价格表现看，三季度黄羽鸡价格虽然有所回落，但是饲料成本的下降使其实现较好利润；白羽鸡价格Q3表现略好于Q2，同样受益于成本下行，板块实现较好盈利。
- 从利润率角度看：Q3禽养殖板块毛利率/净利润分别为12.8%/6.0%，板块盈利能力同环比均有所改善。

禽养殖板块收入利润情况

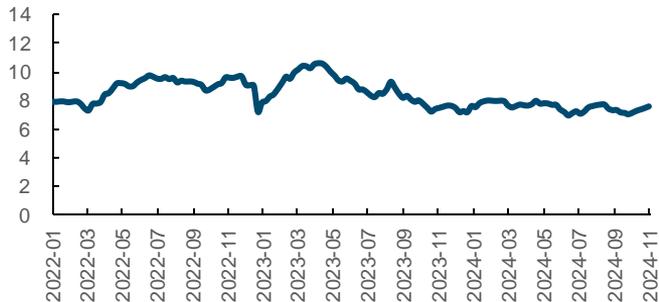


禽养殖板块单季度收入利润情况

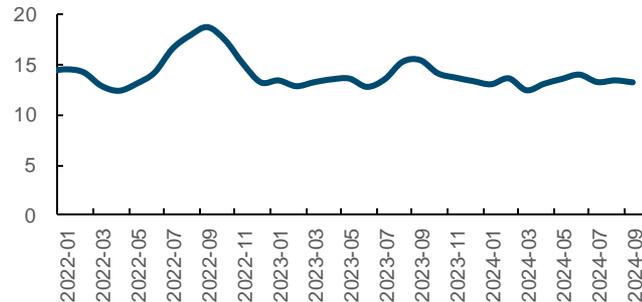


禽养殖：收入环比改善，盈利逐季好转

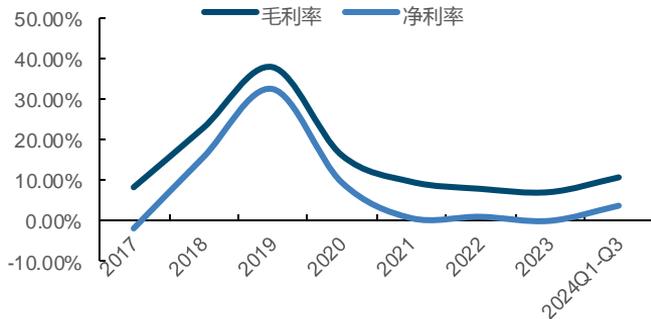
白羽鸡销售价（元/公斤）



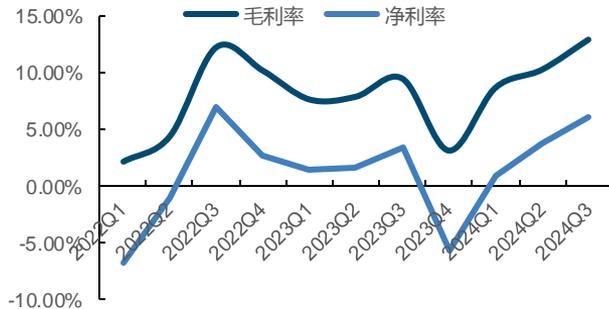
立华股份肉鸡销售价（元/公斤）



禽板块毛利率与净利率



禽板块单季度毛利率与净利率



禽养殖：企业业绩有所分化，黄鸡表现更优

- 从业绩层面看：前三季度收入端与利润端表现出现分化，白羽鸡企业前三季度收入与利润均呈现下滑态势，但是进入Q3后趋势出现改善；黄羽鸡与蛋鸡企业前三季度收入呈现正增长态势且Q3增速高于前三季度平均。从利润角度来看除民和股份与小明股份前三季度呈现亏损外，其余企业均实现正向盈利。

禽板块企业收入与增速

公司名称	营收（亿元）		营收YOY	
	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3
民和股份	15.76	5.28	-3.44%	3.35%
圣农发展	137.62	49.25	-1.18%	1.62%
益生股份	21.54	7.78	-18.98%	-3.36%
仙坛股份	38.07	13.94	-12.17%	-10.06%
湘佳股份	29.85	11.31	5.46%	7.74%
立华股份	126.84	48.79	13.65%	16.12%
晓鸣股份	6.44	2.56	1.15%	42.81%

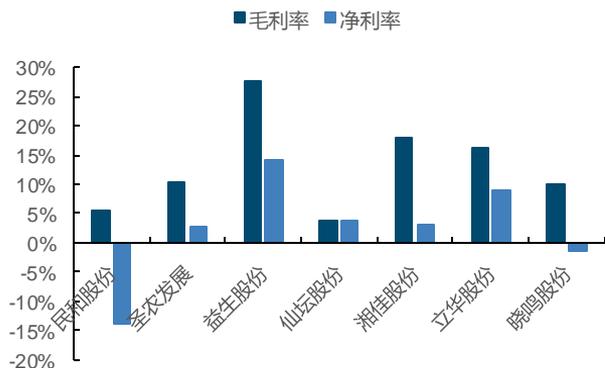
禽板块企业归母净利润与增速

公司名称	归母净利润（亿元）		利润YOY	
	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3
民和股份	-2.17	-0.32	-84.02%	59.65%
圣农发展	3.83	2.81	-48.25%	-10.38%
益生股份	3.01	1.18	-56.04%	-0.94%
仙坛股份	1.12	0.81	-58.04%	27.82%
湘佳股份	0.89	0.74	259.71%	167.62%
立华股份	11.61	5.86	507.71%	91.02%
晓鸣股份	-0.09	0.21	89.30%	147.05%

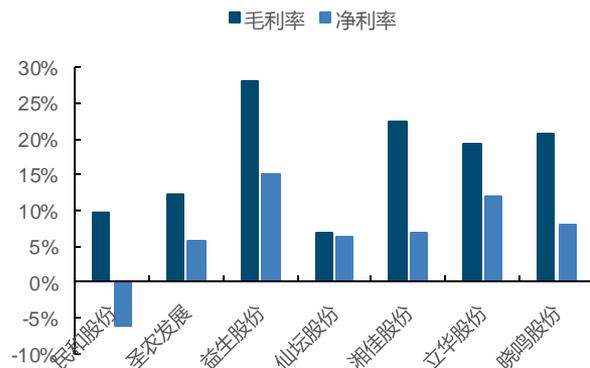
禽养殖：企业业绩有所分化，黄鸡表现更优

- 从盈利能力角度来看，白羽鸡产业链中上游种禽企业盈利能力更为突出，虽然终端产品价格对需求存在压制，利润端依旧表现较好，而产业链下游相关环节利润水平偏低；黄羽鸡受益于终端产品价格较好以及饲料成本的下降，毛利水平较去年同期有所提升。
- 2024Q1-Q3益生股份、湘佳股份与立华股份在板块内毛利率领先，分别为27.7%、17.9%与16.1%。净利率方面领先的为益生股份、立华股份与仙坛股份，分别为14.1%、9.1%与3.7%。单Q3益生股份/立华股份/圣农发展的净利率分别为15.1%/12.0%/5.7%，分别同比+0.5/+4.7/-0.7pct。

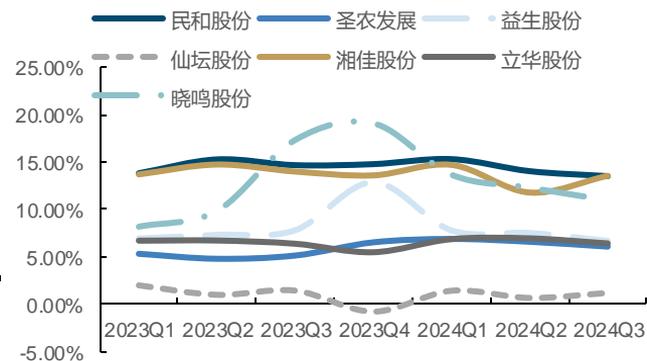
禽板块24Q1-Q3毛利率与净利率



禽板块24Q3毛利率与净利率



禽板块企业单季度费用率



4种子

种子：粮价下行下业绩承压，关注政策驱动

- 今年玉米价格趋势下行，在粮食价格承压的背景下种子板块业绩有所承压，多数企业利润出现较大幅度的下滑。统计内企业前三季度收入实现增长的有荃银高科/敦煌种业/万向德农，同比分别+32.3%/+31.4%/+23.5%。
- 利润角度看：前三季度出现亏损的企业有丰乐种业/隆平高科/荃银高科，分别亏损0.7/4.8/0.8亿元。

种子企业收入与增速

公司名称	营收（亿元）		营收YOY	
	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3
农发种业	30.22	10.50	-30.56%	-33.82%
敦煌种业	6.90	1.00	31.39%	55.80%
万向德农	2.77	1.22	23.49%	47.49%
丰乐种业	17.20	3.92	-10.32%	-38.83%
隆平高科	28.81	2.99	-14.46%	-60.27%
登海种业	5.78	1.71	-11.55%	0.01%
荃银高科	20.55	6.45	32.26%	36.00%

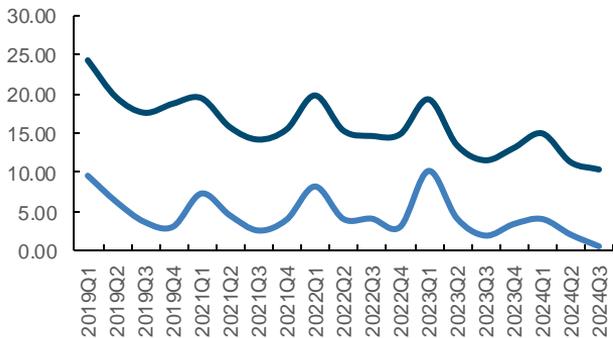
种子企业利润与增速

公司名称	归母净利润（亿元）		利润YOY	
	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3
农发种业	0.55	0.00	-44.82%	-99.51%
敦煌种业	0.18	-0.13	232.84%	48.78%
万向德农	0.52	0.11	0.87%	30.66%
丰乐种业	-0.71	-0.49	-181.02%	-107.51%
隆平高科	-4.75	-5.87	12.44%	-47.30%
登海种业	0.59	0.06	-38.57%	-71.86%
荃银高科	-0.84	-0.62	-892.84%	-115.74%

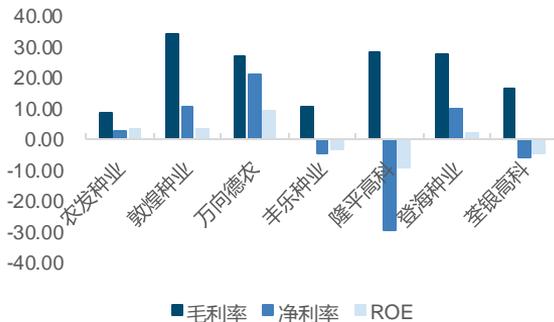
种子：粮价下行下业绩承压，关注政策驱动

- 从行业盈利能力表现来看：受制于粮食价格下行，整体毛利率与净利率趋势下降，24Q3板块净利率水平同比-1.38pct。从企业角度看，前三季度除敦煌种业净利率逆势提升外，其余企业净利率水平平均同比下滑，其中下滑幅度最大的为隆平高科，同比-6.69pct。
- 从库存角度看：从同比角度看，仅有万向德农库存水平较去年同期有所下降，同比-9.22%，其余企业库存水平均有不同程度的提升，其中隆平高科受海外并表影响增幅最大，其次为荃银高科，截至24Q3库存为29.72亿元，同比+85.8%。

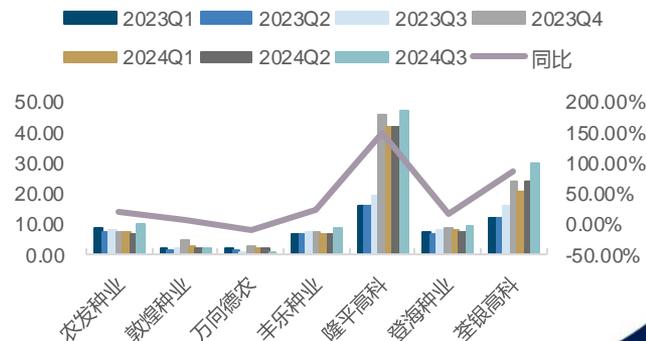
种子板块毛利率与净利率



种子企业前三季度盈利指标 (%)



种子企业库存水平 (亿元)



5 投资建议

- **养殖产业链**：生猪价格高景气，目前行业依旧维持较好盈利状态；在悲观预期下生猪产业补栏较为谨慎，预计产能恢复速度有限，后续企业盈利弹性和持续性可期；禽养殖板块产能持续处在低位，随着消费的逐步好转，禽类产品价格有望回升。此外，随着养殖产能的持续恢复，后周期饲料、动保板块业绩有望逐步好转，建议关注养殖产业链投资机会。关注生猪养殖板块业绩兑现能力强&高弹性个股，以及消费回暖下低估值龙头的估值修复，建议关注：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、圣农发展等。
- **种业**：今年粮食价格趋势调整，但是在全球极端天气频发、地缘政治震荡的格局下，粮食价格波动幅度加剧，粮食安全成为我国重要的议题。在加强国内粮食安全的背景下，转基因种子商业化落地持续推进，转基因种子较传统种子或能销售出较高溢价，从而带动龙头种子企业量利齐升，我们建议关注具有先发优势和核心育种优势的龙头种企。建议关注：隆平高科、登海种业等。

6 风险提示

- **农产品价格波动。**地缘政治、极端天气等事项可能导致农产品价格波动，从而对养殖产品利润水平造成较大影响。
- **动物疫病风险。**动物疫病的发生可能导致养殖行业大幅亏损。
- **生猪价格不及预期。**行业产能数据推算猪价可能存在一定偏差，生猪价格对行业盈利有较大影响。
- **政策落地不及预期。**转基因作物商业化进程延缓使得行业整合速度变慢。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题