

农业年度策略报告——

把握子行业景气轮动，优选产业强者

证券分析师：程晓东

分析师登记编号：S1190511050002

国内农业产业链各子行业景气2025年或继续分化，重视景气高涨的宠物食品业和景气触底的种植产业链

- 种植产业链：上游种子和下游种植业2024年景气低迷，主要是受到期间粮食丰产以及粮价和种子价格调整的影响。粮价近期触底企稳迹象明显，预计2025年，在政策、市场以及贸易加征关税预期等多重因素的影响下，玉米等粮食品种价格有望逐渐摆脱底部开始上涨，从而带动种植业景气进入上行通道；两杂制种业2025年景气或筑底，品种市场表现或继续分化，优质优价值得期待。中长期来看，转基因种植扩面提速将带动行业进入新一轮成长；
- 生猪养殖产业链：养猪业2024年景气高涨，主要得益于猪价上涨和成本下沉。行业同期面临着较大的偿债压力和疫情防控压力，使得产能扩张幅度有限。预计行业2025年供应增量有限，猪价或小幅回落，且成本端有下移空间，行业或延续景气。中长期来看，行业集团化和规模化水平快速提升后，猪周期或缩短，行业盈利水平或趋稳。业内竞争将加剧，产业链各环节小企业或加速退出或转型，能保持成本和创新优势的企业才能行稳致远，获得市占率的提升；
- 宠物食品业：行业2023-2024连续两年快速增长，主要受益于外销市场的恢复和内销市场的快速发展。预计2025年，内外销市场有望继续增长，带动行业延续两位数的增长。中长期来看，对标海外，行业发展和格局优化都有较大的空间，行业有望保持长期景气向上阶段，上市宠企业绩或持续超预期；

板块估值合理，给予板块看好评级

- 估值方面，截至2024年12月6日，以整体法计算的市盈率和市净率为23.62和2.42，均处于近6年来的底部区间。农业投资具有较高的安全边际，维持行业“看好”评级。

报告摘要

- 投资策略方面，重点关注两条主线：1) 关注种植板块因粮价上涨和转基因扩面提速所带来的趋势性投资机会，以及宠物食品板块因行业持续高景气所带来的长期价值投资机会；2) 关注养殖产业链低成本龙头的长期价值投资机会和部分企业转型发展的投资机会；

选股思路和相关标的

- 种植及种子板块：重点关注受益于粮食涨价预期和转基因扩面提速的种植和种子龙头公司，大北农/隆平/荃银/丰乐/登海/苏垦；
- 生猪养殖及上游板块：生猪养殖板块重点关注成本持续领先、估值优势明显的一二线龙头的长期价值投资机会，牧原股份/温氏股份/天康生物/神农集团/立华股份；动保和饲料板块，重点关注运营和创新能力突出、估值优势相对突出的海大集团/科前生物，以及积极向宠物医疗领域渗透发展、估值提升有空间的瑞普生物；
- 宠物食品板块：重点关注业绩靓丽、估值优势明显的中宠股份和品牌优势突出、业绩增长可持续的乖宝宠物；

风险提示：粮食价格大幅下跌 生物育种产业化推进不及预期 非瘟疫情爆发 宠物食品不安全事件发生

1 市场回顾及投资策略

2 重点关注种植产业链：政策护航，景气筑底

3 关注生猪养殖产业链：产能修复缓慢，关注景气变化预期差

4 重点关注宠食行业：持续高景气，品牌和创新引领企业成长

1.1 农业板块市场表现回顾

2024年初至今，农业各子行业走势分化明显，种植子行业上涨，表现明显优于其他子行业

- 农业板块2024年整体表现弱于大势：年初至今（截至12月11日），申万农业指数下跌3.63%。同期，上证综指上涨16.35%，深证成指上涨15.03%；
- 各子行业走势分化明显：申万二级子板块中，动保/养殖/饲料指数下跌，渔业、种植和农产品加工指数上涨，渔业和种植板块市场表现明显强于其他子行业；

图1：2024年初至今，申万28个一级子行业涨跌幅

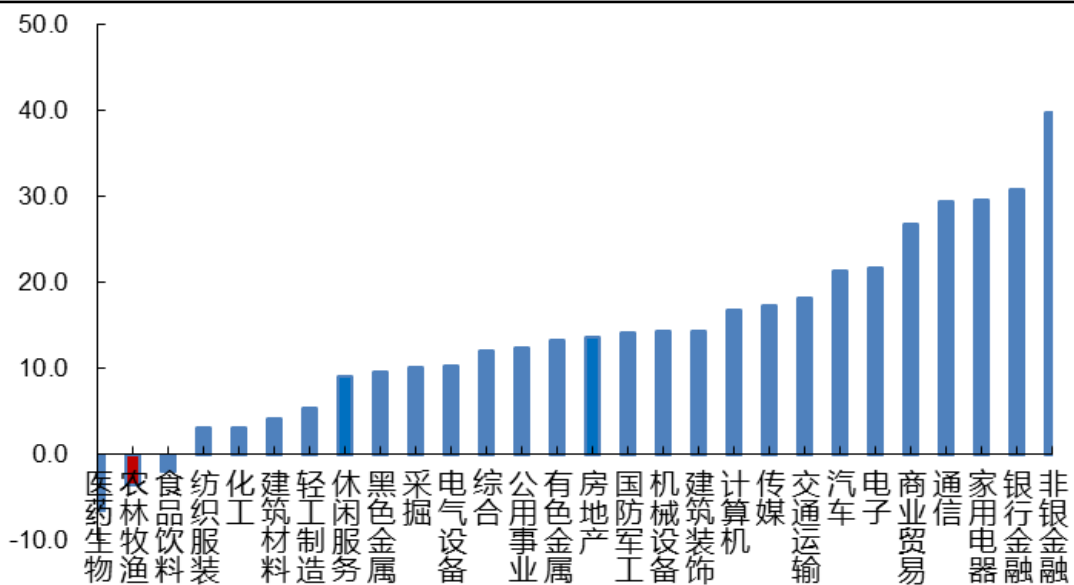
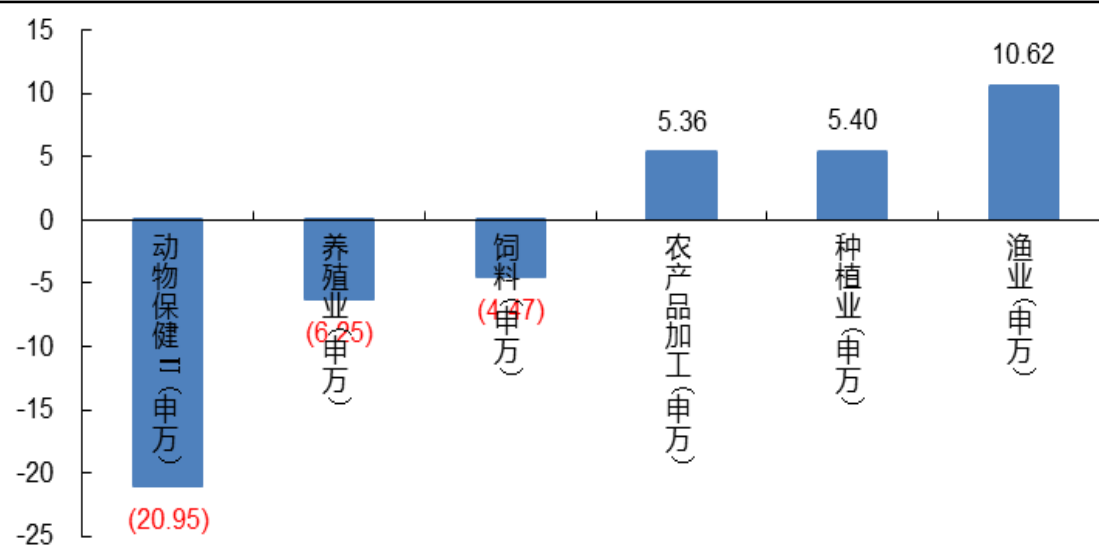


图2：2024年初至今，申万农业6个二级子行业涨跌幅



1.2 农业上市公司业绩回顾

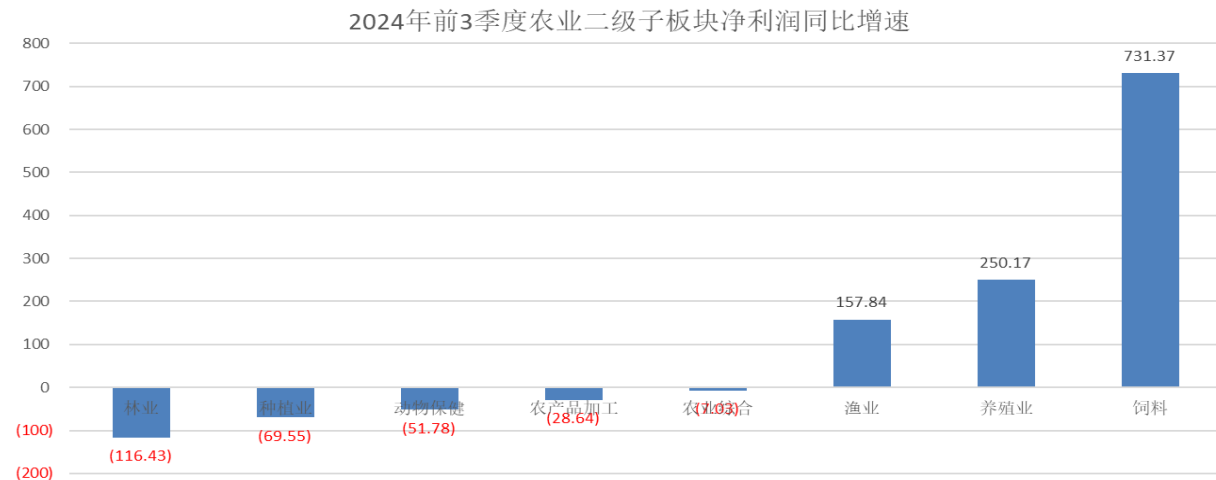
2024年前3季度，农业各子行业上市公司业绩表现分化明显，养殖业盈利高涨

- 农业上市公司整体实现扭亏为盈。2024年前3季度，申万农业板块上市公司营收总额8944.14亿元，同比减少3.81%；净利润总额325.89亿元，上年同期为亏损；
- 各子板块上市公司业绩表现分化明显，养猪板块盈利高涨。前3季度，受期间产品价格上涨的影响，申万饲料/养殖板块上市公司整体业绩大幅扭亏为盈，实现净利润51.41/227.02亿元；申万动保/农业综合/农产品加工/种植实现净利润8.04/2.17/33.6/4.23亿元，同比下降51.7%/7.03%/28.6%/69.55%；

图3：2017-2024前3季度，农业板块上市公司净利润总额及同比



图4：2024年前3季度，农业各子行业上市公司净利润总额及同比增速



1.3 农业板块估值及投资策略

板块估值处于历史低位水平，农业投资的安全边际较高，给予看好评级

- 市盈率：年初以来，农业板块以整体法计算的动态市盈率逐渐回落，近期有所上扬。截至2024年12月6日，以整体法计算的农业板块市盈率为23.62，处于近6年以来的底部区间；
- 市净率：年初以来，农业板块以整体法计算的市净率震荡回落，近期有所上扬。截至2024年12月6日，以整体法计算的市净率为2.42，处于近6年来的底部区间。
- 板块估值水平较低，农业投资安全边际较高，结合行业基本面展望，给予农业板块“看好”评级。

图5：2018年初至今，农业板块市盈率变化



图6：2018年初至今，农业板块市净率变化



1 市场回顾及投资策略

2 重点关注种植产业链：政策护航，景气筑底

3 关注生猪养殖产业链：产能修复缓慢，关注景气变化预期差

4 重点关注宠食行业：持续高景气，品牌和创新引领企业成长

2.1 种植业：国内粮食连年丰产，谷物产需关系边际趋松

国内粮食连年丰产，谷物产需关系边际趋松

- 自2019年以来，国内粮食生产实现五连丰，产量从6.63亿吨增至6.95亿吨。2024年，国内粮食生产再获丰收，全国粮食生产总产为7.065亿吨，同比增长1.6%。
- 同期，国内玉米、小麦等主要谷物市场需求相对稳定，产需关系由有缺口转为基本平衡；预计24/25年度谷物市场供需关系偏松。

图7：2000-2024年，全国玉米和小麦产需缺口估算（万吨/年）

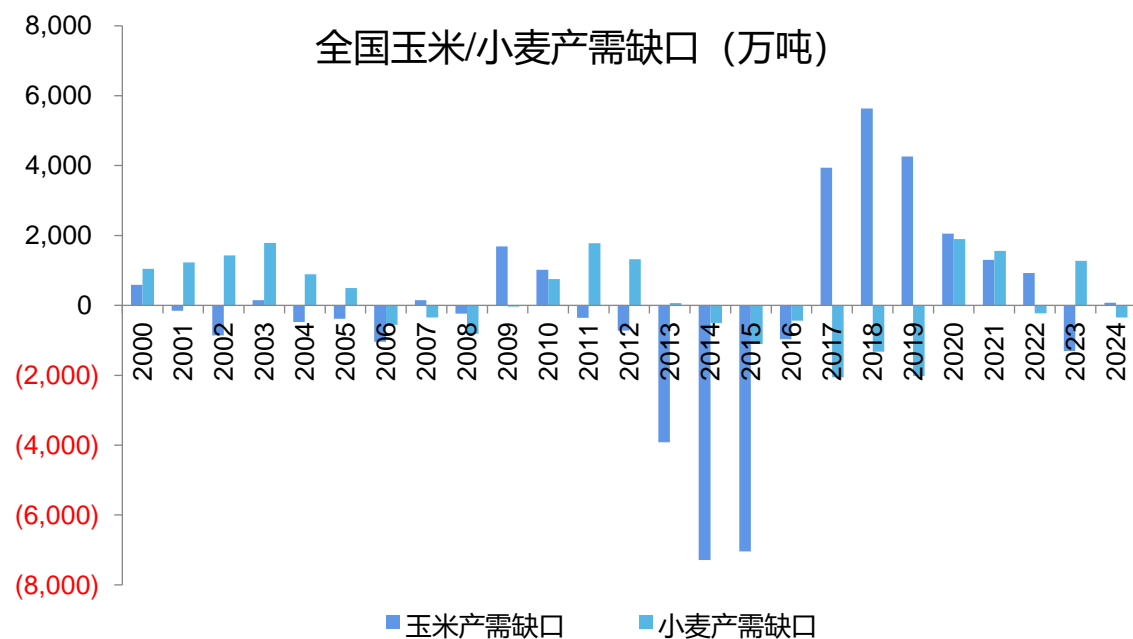
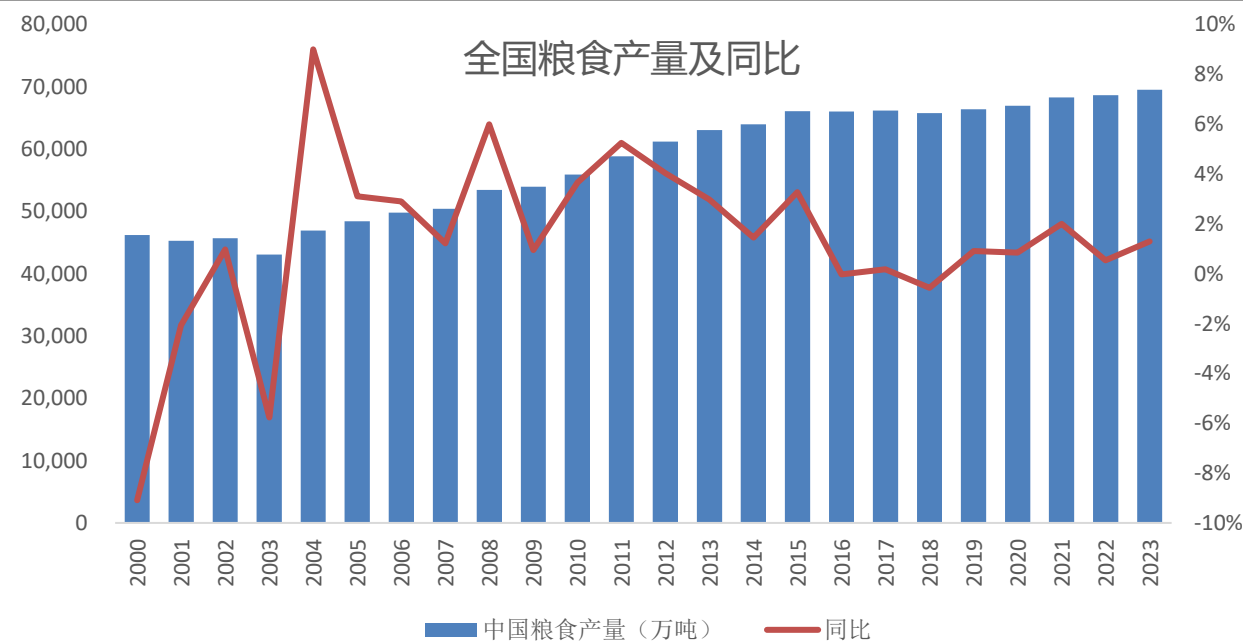


图8：2000-2023年，全国粮食产量及同比（万吨、%）



2.1 种植业：粮食价格近期企稳，2025年或结束调整

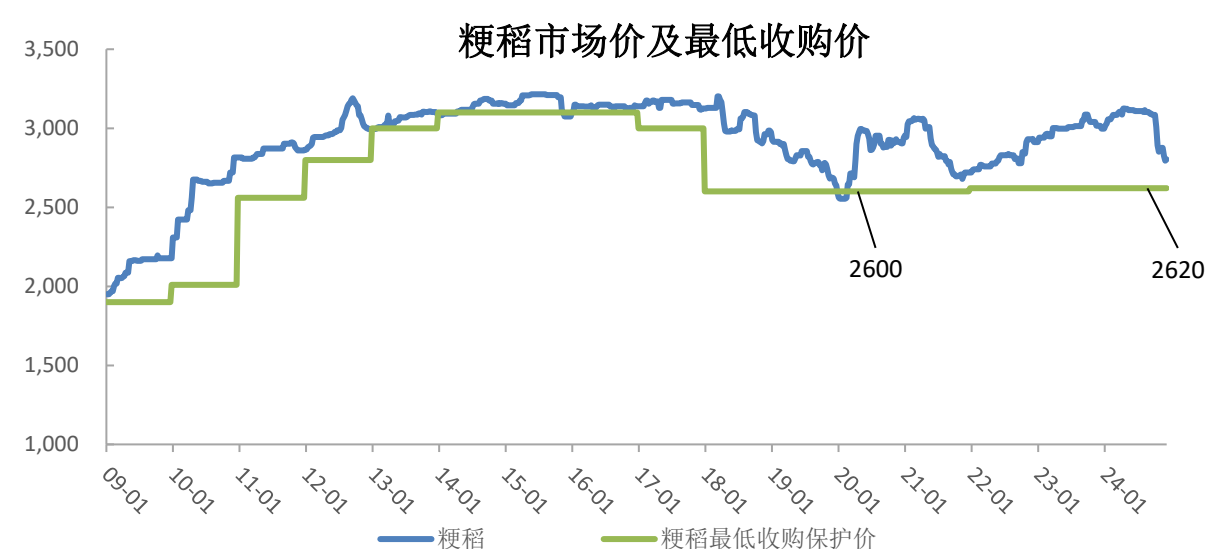
国内粮价近期企稳，2025年或结束调整进入上行通道

- 粮食价格近期止跌企稳，筑底迹象明显。国内小麦、玉米市场价格自2022年底以来持续调整已有两年，近期开始止跌企稳。目前，小麦市场价格距离政策制定的最低收购价非常接近，下跌空间非常有限；粳稻价格近期持续调整，距离最低收购价也比较接近；
- 预计粮食价格2025年将结束调整，逐渐进入上行通道。我们认为，粮价持续调整将会影响种植积极性。预计2025年国内粮食生产或有调整，受此影响，粮价有望结束调整。在贸易加征关税预期的影响下，粮价或可进入上行通道。
- 由于玉米/大豆已经先于水稻/小麦出现售价和成本倒挂，预计这两品种生产或先调整，相应地，市场价格有望先进入上涨通道。

图9：2013年3月至今，全国小麦/玉米市场价格和最低收购价（元/吨）



图10：2009年初至今，全国粳稻市场价格及最低收购价（元/吨）



2.2 两杂种业：2025年种子品种表现或继续分化，优势品种表现值得期待

杂交玉米和杂交水稻种子（简称两杂种子）品种市场表现继续分化，优势品种表现值得期待

- 21/22-23/24制种年，两杂制种产量上升，供需关系趋松。受供需关系变化和品种间竞争激烈的影响，种子价格有所调整，但优质品种价格坚挺，推广面积保持稳定；
- 24/25制种年，两杂制种实现高产，供需关系偏松，品种表现或继续分化。农技中心数据，24/25年度玉米/水稻制种量为17/3.1亿公斤，为历史较高水平；预计玉米种子/水稻种子期末供需比为175%/128%；从供需情况来看，种子市场承压，品种表现或继续分化，优质品种农户接受度高，价格有望继续坚挺；

图11：04/05-24/25年度，全国杂交玉米制种量变化

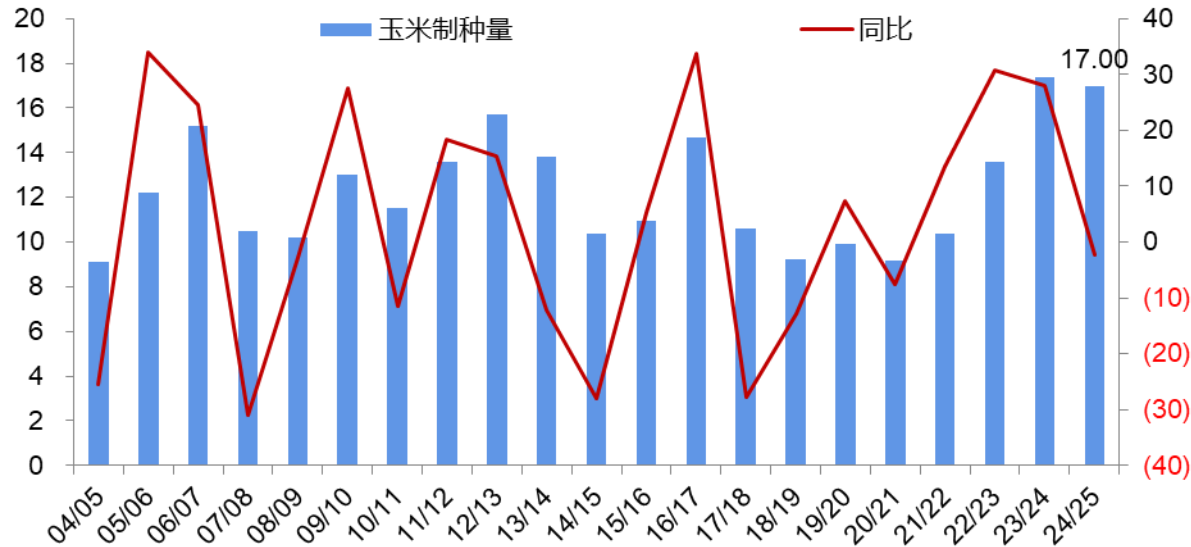
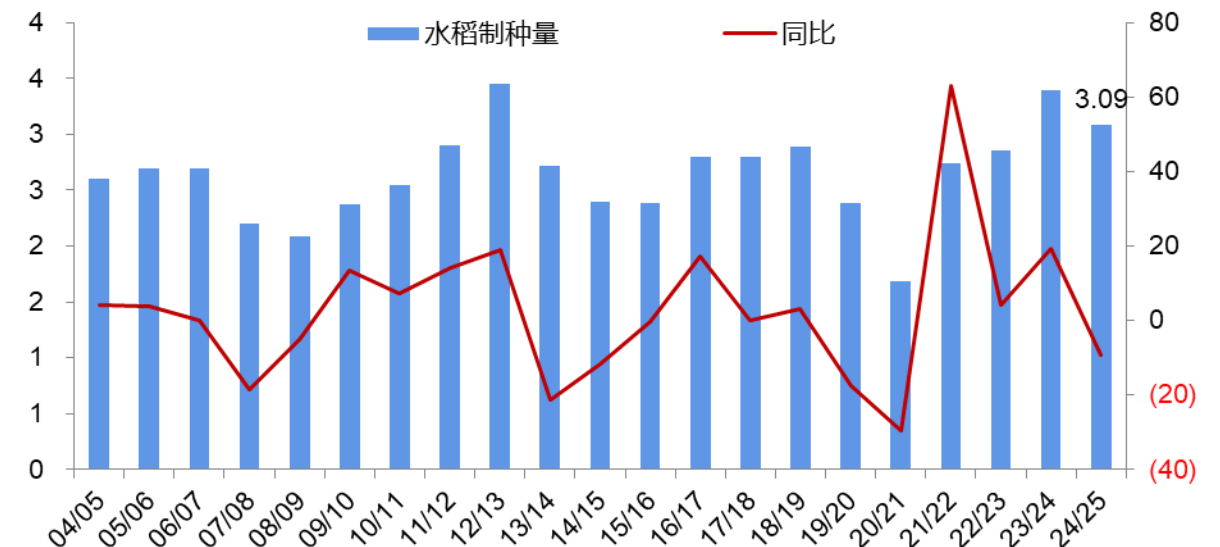


图12：04/05-24/25年度，全国杂交水稻制种量变化



2.2 种业：中长期来看，转基因种植扩面提速将引领行业增长

国内生物育种产业化政策配套完善，转基因种植进入扩面提速阶段

- 国内生物育种产业化政策配套完善：2019年12月底，主管部门首次披露玉米与大豆转基因转化体安全证书，此后连续4年下发新的安全证书。2023年中央“一号文件”提出，全面实施生物育种重大项目，加快玉米大豆生物育种产业化步伐，有序扩大试点范围，规范种植管理。2022年6月，国家农作物品种审定委员会发布关于印发国家级转基因大豆玉米品种审定标准的通知，这意味着我国转基因大豆及玉米品种的审定工作将正式开始。据统计，2023-2024年，共有64个转基因玉米和17个转基因大豆品种通过国审。2024年9月主管部门再次指出，要推动转基因玉米大规模常规化种植；
- 我们认为，在产业政策的引导作用下，生物育种产业化将由试点阶段进入扩面提速阶段，这意味着转基因玉米和大豆种植面积将会逐渐扩大。

转基因产业化将引领行业进入新一轮的增长和格局优化

- 与传统种子相比，转基因产品价值提升明显。我们简单估算，转基因产业化将给玉米种子和性状业带来60亿增量市场；
- 龙头企业优势明显，行业格局优化在即。大北农、隆平高科、荃银高科、丰乐种业、登海种业等国内种业上市公司已经深度布局生物育种产业，未来有望在国内生物育种领域占据领先地位。

1 市场回顾及投资策略

2 重点关注种植产业链：政策护航，景气筑底

3 关注生猪养殖产业链：产能修复缓慢，关注景气变化预期差

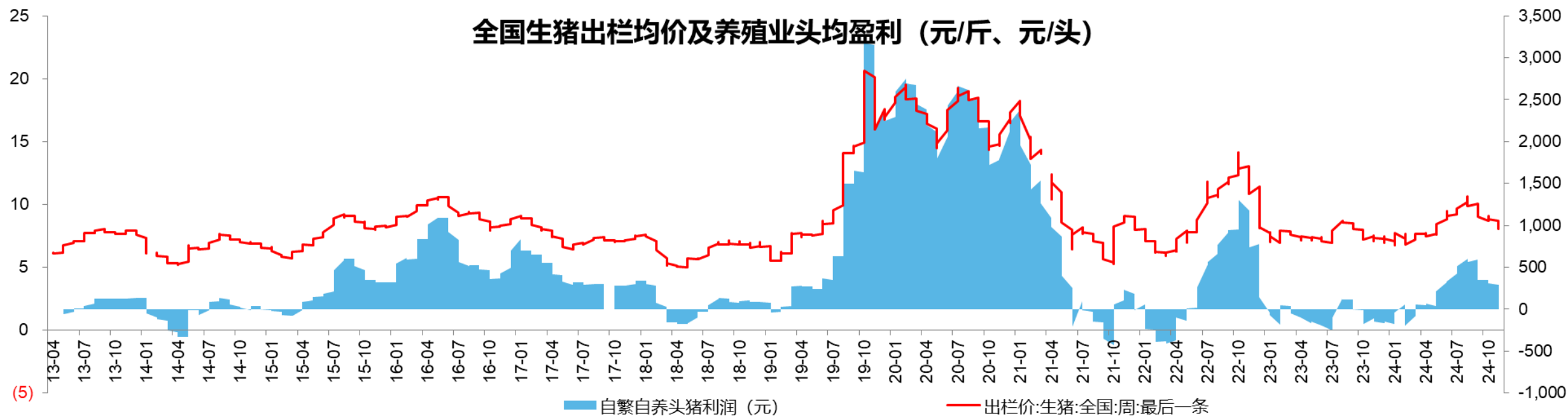
4 重点关注宠食行业：持续高景气，品牌和创新引领企业成长

3.1 生猪养殖行业：周期演变，产能缓增

行业处于周期景气阶段，产能增长缓慢

- 后非瘟时期，猪周期特征变化明显：1) 周期时长缩短，由过去的3-4年缩短为2-3年；2) 波动加大，波幅由1倍扩大至1-1.5倍；
- 变化原因有：1) 行业育种方式的变化，后非瘟时期，业内二元回交和肥转母占比逐渐上升，使得生猪生产周期被缩短；2) 中小散养户转向发展二育和压栏，导致阶段性供给波动和价格波动加大；
- 行业2024年经历了周期先上行后下行的过程；全年来看，行业大多数企业盈利良好，盈利水平处于历史较高水平；

图13：2013年至今，全国22省市生猪出厂价走势



3.2 生猪养殖行业：周期演变，产能缓增

以上市公司为代表的头部企业主动偿债，缓步扩张

- 上市公司目前所面临的偿债压力不小，需继续缓解。截至24年Q3期末，18家上市猪企中仍有10家资产负债率超过60%，数量占比超过一半，多数企业偿债压力较大，仍需积极化债；
- 头部企业产能扩张势头放缓。截至2024年Q3期末，16家上市猪企季度末生产性生物资产账面价值总额为250.88亿元，同比减少了18.5%，环比基本持平。

图14：23Q3-24Q3期末，18家养猪上市公司的资产负债率

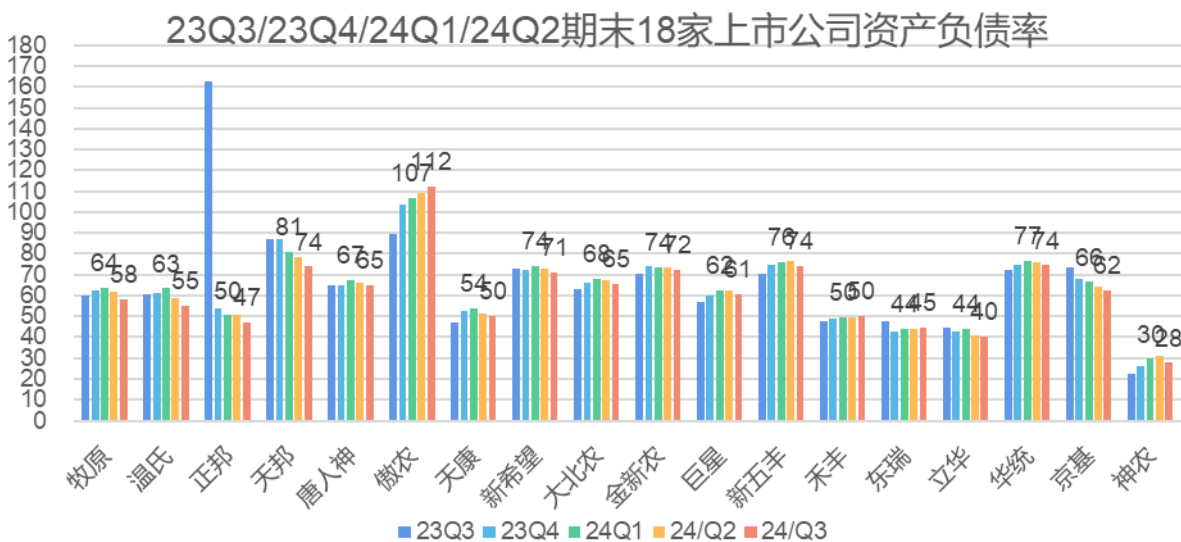
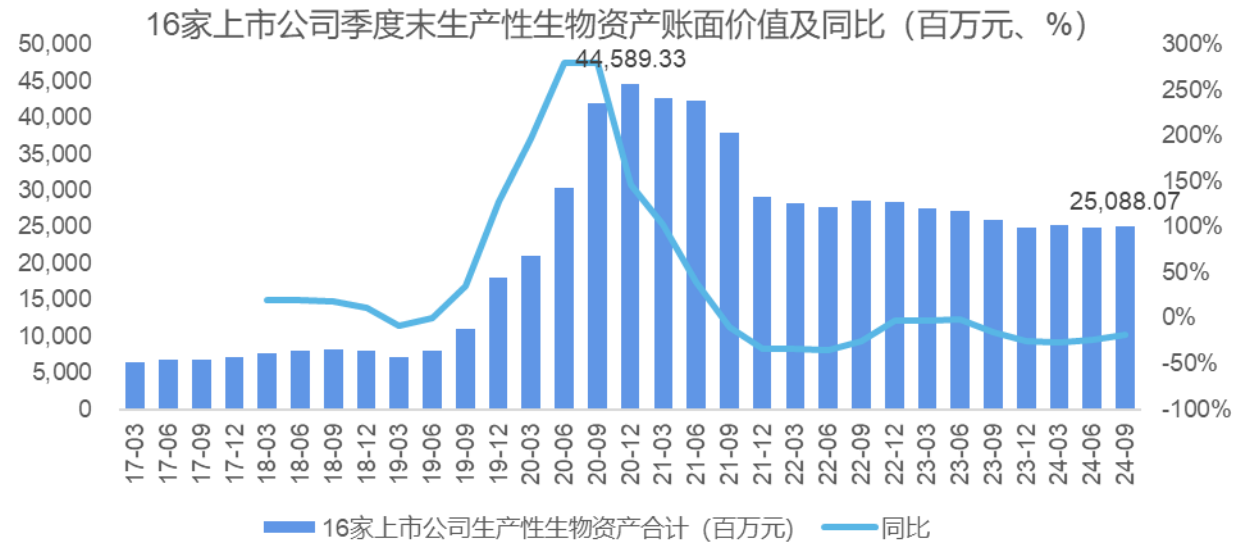


图15：17Q1-24Q3，16家上市公司季度末生产性生物资产账面价值及同比

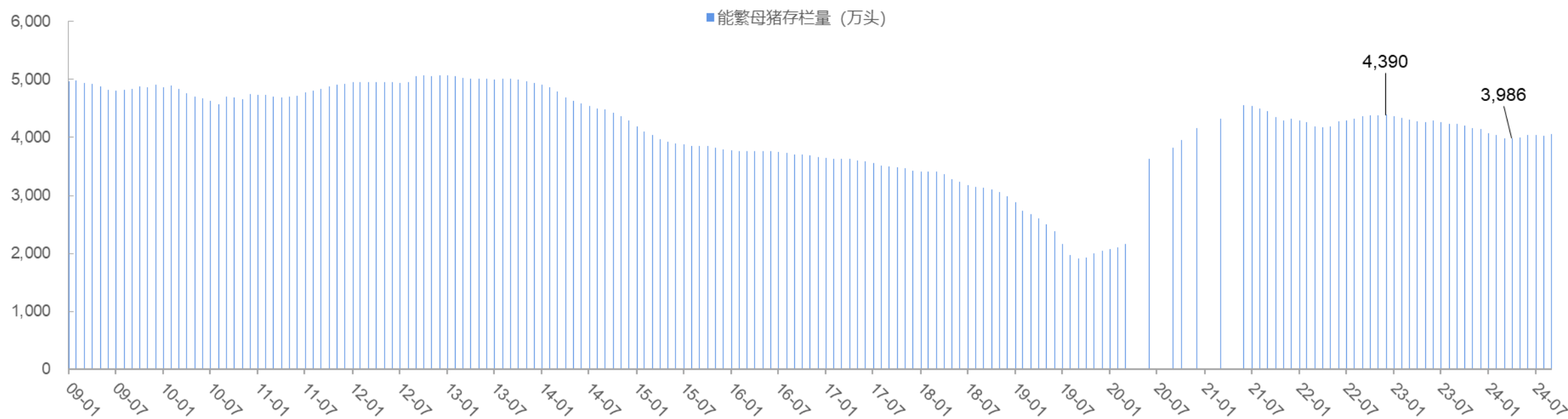


3.3 生猪养殖行业：周期演变，产能缓增

中小散持续面临较大的疫情防控压力，产能持续收缩

- 自18年非瘟病毒登陆中国以来，养猪业一直面临着较大的非瘟防控压力。进入23年，随着基因I、II型嵌合病毒的流行和疫情的爆发，行业所面临的防控压力增大。其中，中小散所面临的防控压力更大，趋势性收缩产能；
- 行业产能修复缓慢，猪价2025年走势不宜悲观。24年4-10月，全国产能从3986万头增至4073万头，累计增长2.18%，预计未来1个季度产能增长有限。因此，对猪价2025年走势不宜悲观，预计全年中枢15-16元/公斤，行业或继续盈利。

图16：2009年1月至今，全国能繁母猪存栏量（万头）

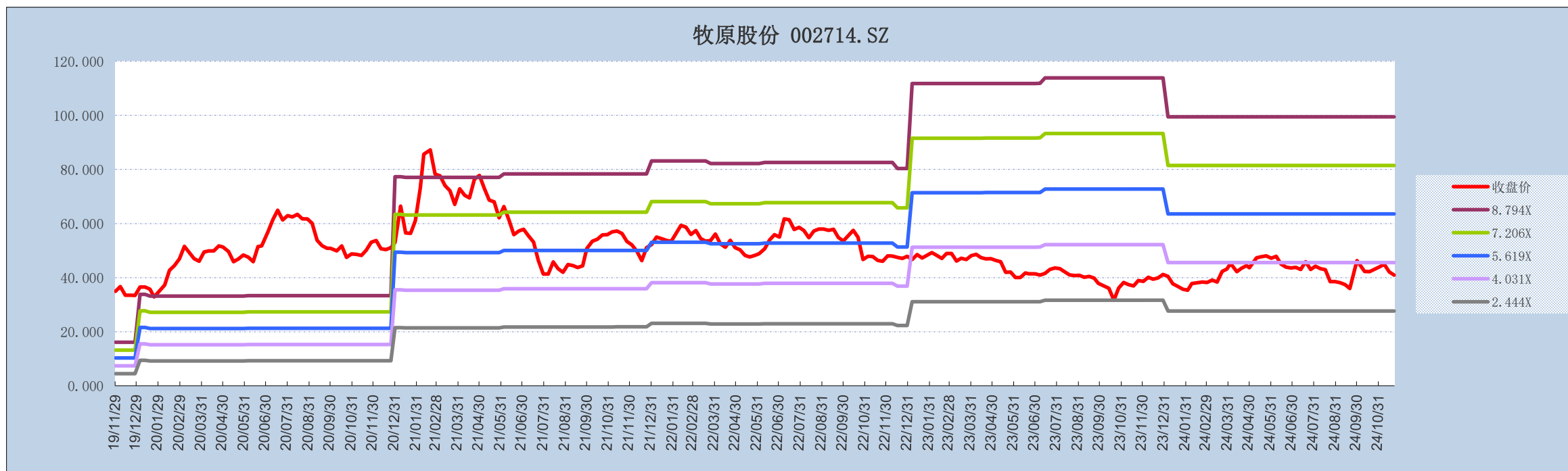


3.4 生猪养殖板块：估值及投资评级

投资评级：行业内重点个股估值水平较低，投资安全边际较高，看好成本领先公司的长期价值投资机会

- 估值及投资评级：从PB和头均市值等指标来看，优秀猪企估值水平均处于近5年来的底部区间，板块投资具有一定的安全边际；基本面，猪价2025年或平稳回落，高效龙头盈利预期较好；**综合来看，维持行业看好评级；**
- 重点关注个股：企业竞争从“非瘟时代”的资本竞争转向“后非瘟时代”的成本竞争，成本持续领先的龙头市场份额有望持续增长，重点关注一线低成本龙头牧原/温氏，二三线低成本龙头神农/天康/京基/立华

图17：近5年来，牧原股份PB走势图



1 市场回顾及投资策略

2 重点关注种植产业链：政策护航，景气筑底

3 关注生猪养殖产业链：产能修复缓慢，关注景气变化预期差

4 重点关注宠食行业：持续高景气，品牌和创新引领企业成长

4.1 国内宠物产业链：拥有数千亿大市场，可孕育出大市值公司

国内宠物产业快速增长，宠物数量持续增加

- 数据显示，2015-2024年，国内宠物市场规模从978万亿增至3002万亿，9年CAGR为13.2%；2017-2024年，国内宠物犬猫数量从8746万只增至12411万只，7年CAGR为5.1%。
- 中长期来看，人口老龄化和少子化趋势明显，对于宠物陪伴的需求将继续上升，宠物数量和宠物市场规模将继续较快增长；
- 大产业孕育出大市值公司。近年来，行业先后涌现出10家上市公司，其中有2家公司市值过百亿；

图18：2015-2024年，国内宠物消费市场规模及同比变化（亿元）

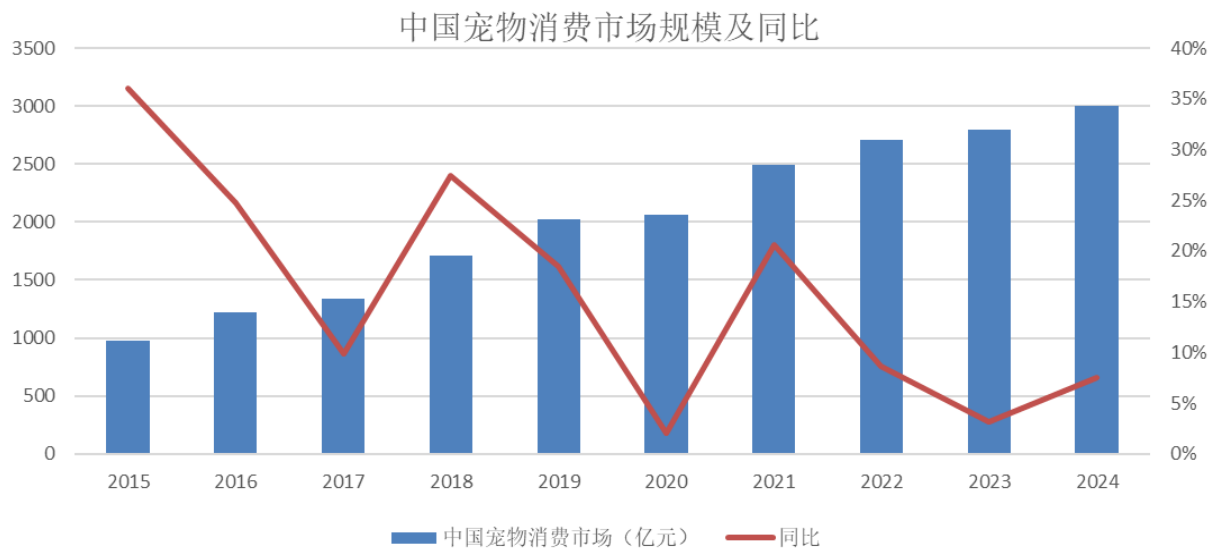
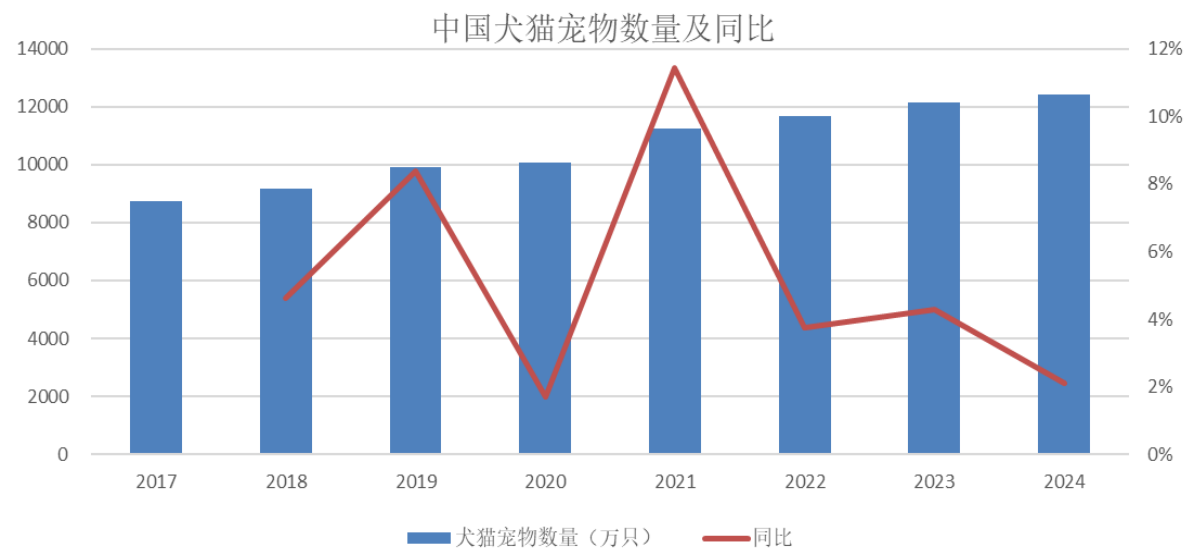


图19：2017-2024年，国内宠物犬猫数量及同比变化（万只）



4.2 国内宠物产业链：宠物食品占比高，业态越来越丰富

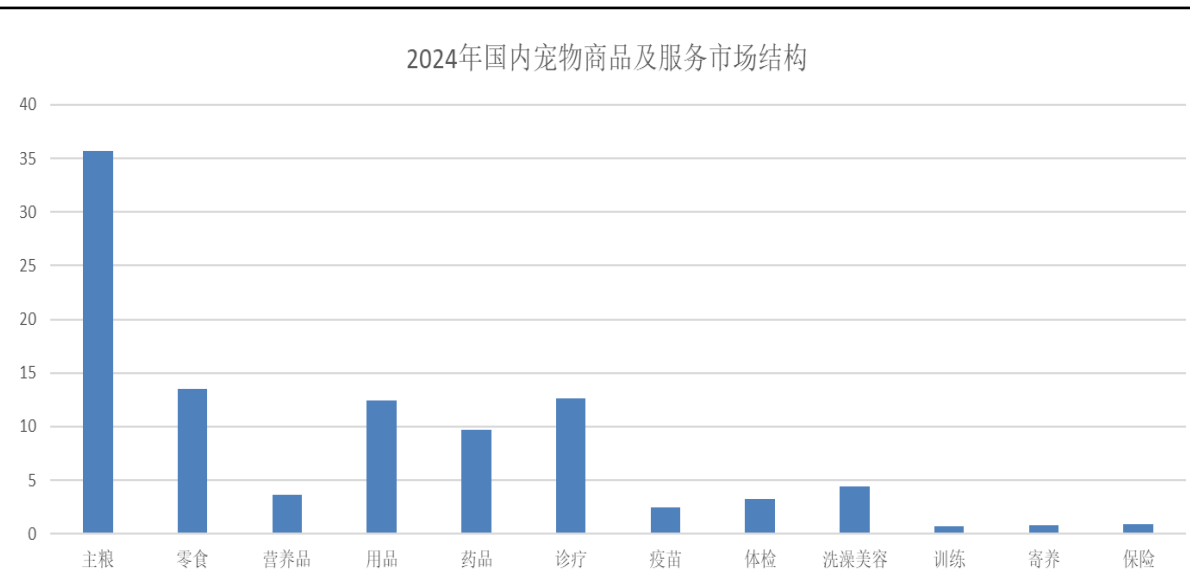
宠物业态越来越丰富，宠物食品占比高，多元化个性化的服务应用而生

- 细分来看，宠物食品是占比最高的板块。根据2024年中国宠物行业白皮书，宠物食品占比约一半；其次是宠物医疗（包含药品/诊疗/疫苗等），占比约23%，此外还有宠物用品、宠物服务等，合计占比27%；
- 2024年宠物服务类大盘营收保持较快增长。2024年Q1洗护美容等宠物服务增速较快，其中宠物洗护美容等宠物服务销售额达到26.4亿元，同增25%；在洗美、寄养方面，宠主对宠物店的偏好程度大幅上升，宠物店占比59.1%，较上年提升8.6个百分点；宠物医院占比38.6%，下降9.9个百分点；上门服务占比3.5%，上升2.8个百分点

图20：宠物产业链细分板块及相关上市公司

宠物细分板块	相关上市公司	市场规模
宠物食品	乖宝宠物（食品占比100%）/中宠股份（食品/用品各占95%/5%）/路斯股份（食品/用品各占95%/5%）	1400亿左右
宠物诊疗和药品	瑞普生物（宠物药品占比5%，宠物医院并入后占比提升至50%以上）	800亿元
宠物用品	佩蒂股份（咬胶/食品各占60%/40%）、天元宠物（用品65%/食品35%）、源飞宠物（用品/食品各占比55%/45%）、依依股份（宠物垫100%）	200-300亿元
其他宠物商品及服务		300-400亿元

图21：2023年，我国宠物细分板块规模占比



4.3 国内宠物产业链：宠品消费高端化趋势明显，单宠消费水平持续提升

国内宠物消费高端化趋势明显，单宠消费水平持续提升

- 单只宠物消费金额增幅较大。2017-2023年，单只宠物消费金额从1532元/只增至2405元/只，6年CAGR为7.8%。中长期来看，宠物主情绪消费高端化趋势明显，这将驱动宠物单位消费金额和市场总体规模的持续提升。
- 国内宠物消费高端化趋势明显，单宠消费水平有望持续提升。京东、淘天系、抖音、快手、小红书等平台涌现，刺激了宠物主购买宠品和服务的频次、数量和消费水平。2015-2023年，线上宠品销量从0.71亿件增至4.9亿件，CAGR为27%；单价从36.84元涨至63.45元，CAGR为7%。

图22：2015-2024年，国内线上平台宠物商品销量及单价

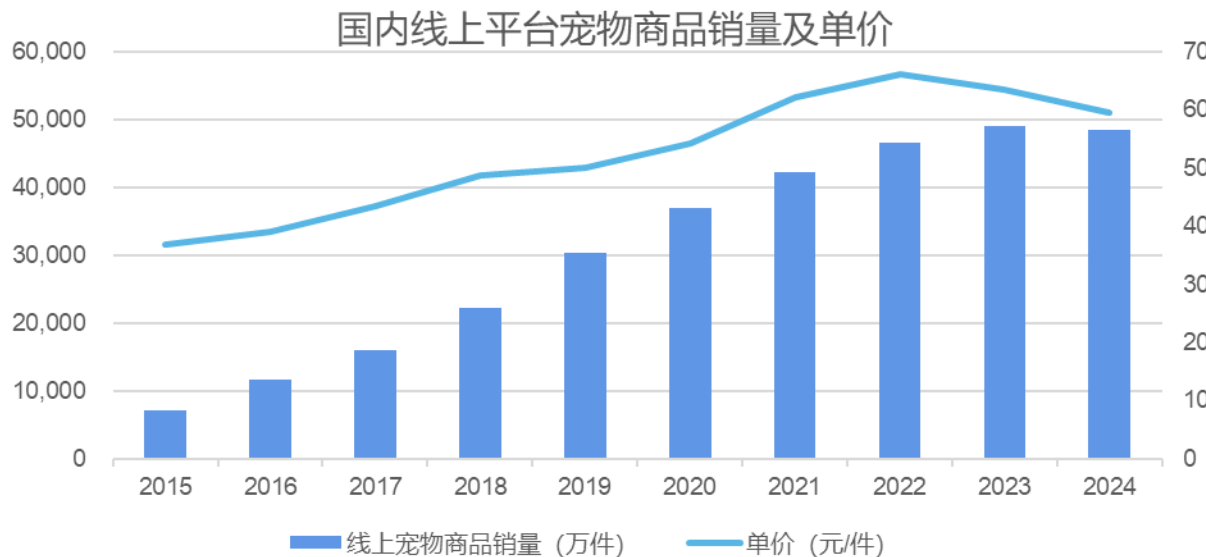
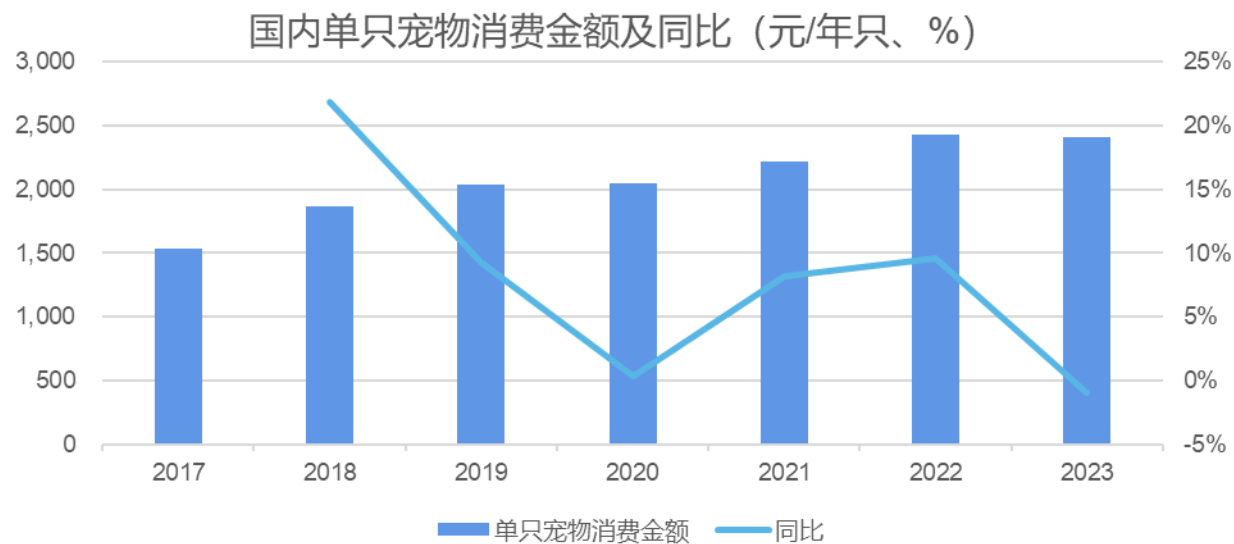


图23：2017-2023年，国内单只宠物年消费金额及同比变化（元/年只）



4.4 国内宠物产业链：新渠道电商发展迅速，助力宠品消费持续升级

新渠道电商平台发展迅速，助力宠品消费持续升级

- 传统电商平台稳步增长。2020-2022年阿里巴巴中国零售市场GMV同比增幅为15.05%/13.74%/6.43%；京东GMV同比增幅为25.28%/26.20%/5.60%。2023年阿里巴巴和京东GMV分别为7万亿和3.5万亿人民币，实现单位数增长。
- 新渠道电商发展迅速，快速提升了对宠品的需求。数据显示，2023年PDDGMV数据为4万亿元人民币，同比增长约30%，抖音/快手/小红书GMV数据为2.5/1.18/1.2万亿元人民币，同比大增；2023年下半年，抖音平台宠物品类赛道增速第一，2024年上半年抖音平台宠物品类赛道增速仍然较快；

图24：2011-2022年，国内主要电商平台GMV规模变化

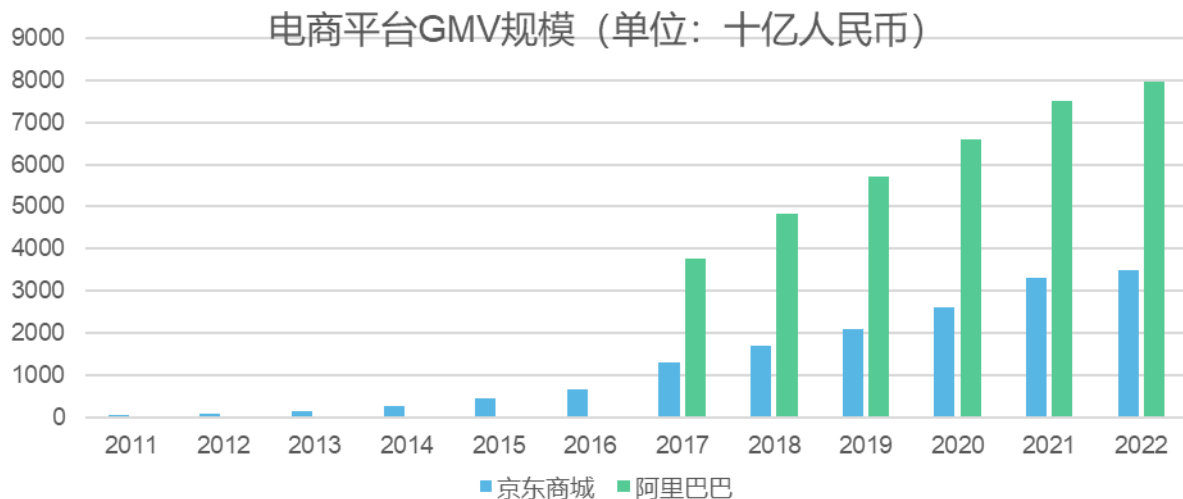


图25：2023年下半年抖音大盘热销品类增长情况



4.5 国内宠物产业链：长期来看，需求市场仍有倍增空间

长期来看，对标海外，国内宠物消费市场仍有较大增长空间

- 美日养宠金额均大幅高于中国。美国单只宠物的年均消费金额约4000-4500元；日本超过5000元。美国宠物渗透率高达70%。根据APPA，2023年美国有约70%的家庭养宠，市场达到1470亿美元，同增5%；
- 若以平均消费对标美国（4000元），户均宠物数量对标日本（0.4只/户），按照现有5亿家庭计算，那么我国宠物消费市场潜在规模为8000亿元，是现有市场的一倍以上。

图26：美国和日本宠物消费市场结构对比

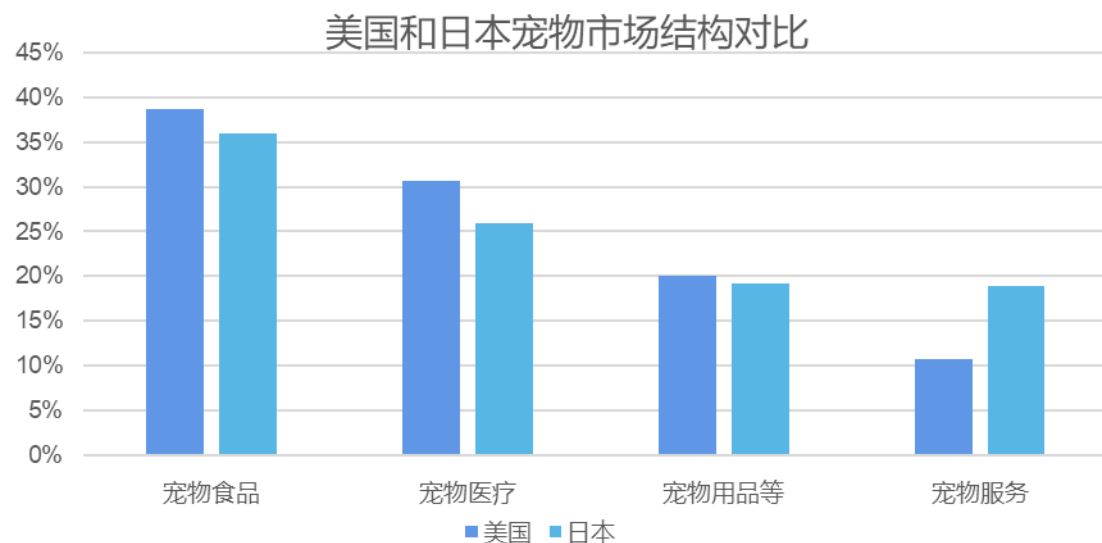
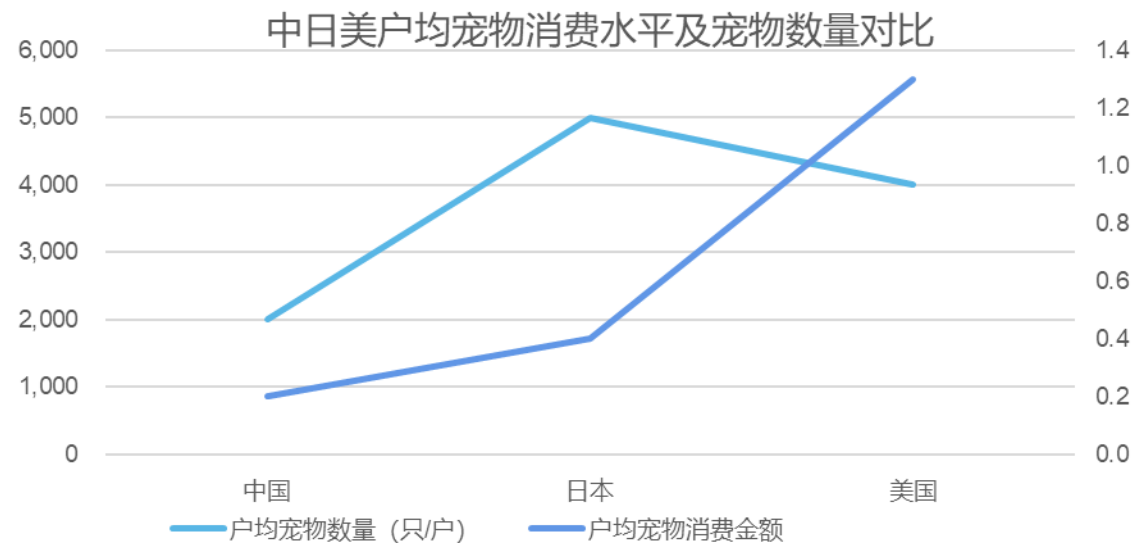


图27：中日美户均宠物消费水平及户均宠物数量对比



4.6 国内宠物食品行业：产能出海，外销市场有望稳定增长

展望2025年，宠物食品行业出口有望继续稳步增长

2024年，受海外客户补库及宠企持续开拓新订单带动，宠物食品行业出口快速增长

- 2024年前10月，零售包装的宠物食品出口额为12.28亿美元，同增22%；出口量为27.25万吨，同增27%；
- 2024年Q1-Q3我国宠物板块上市公司出口业务合计实现营收46亿元，同比增长22%；

预计2025年，宠物食品行业出口有望稳定增长；此外，上市宠企大多在东南亚、美国和加拿大等地建厂，实现产能出海，海外盈利受关税及汇率影响较小

图28：2012-2024年前10月，中国零售包装的宠物食品出口金额及同比

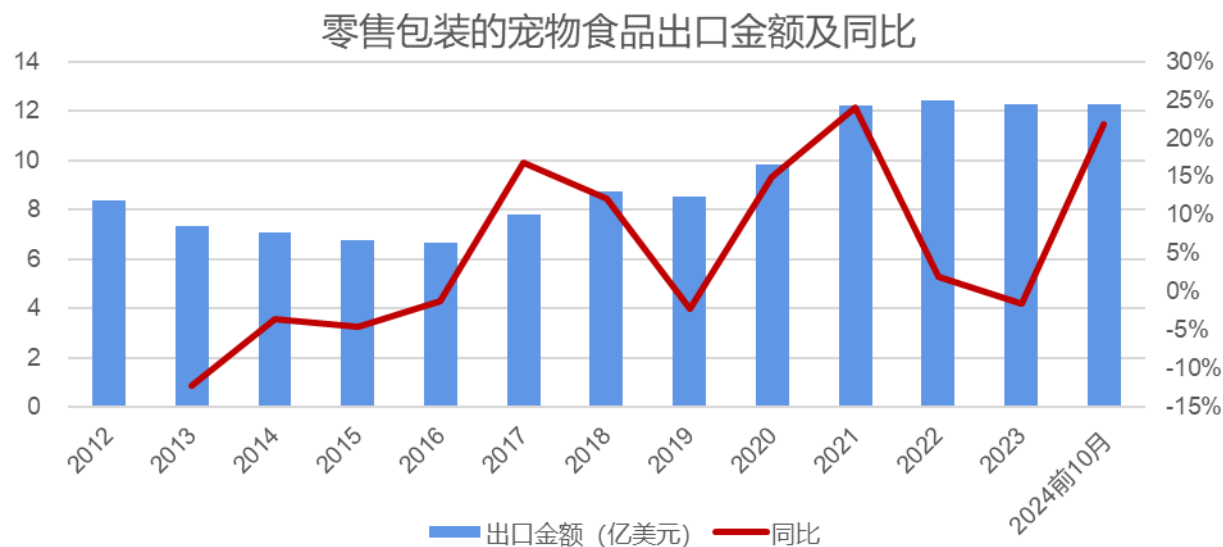
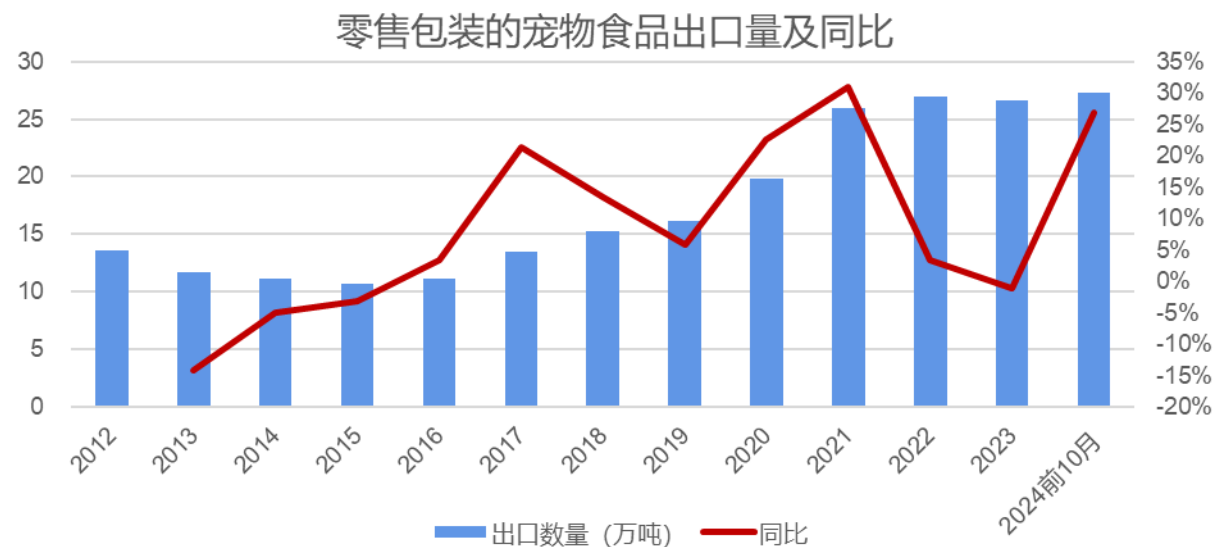


图29：2012-2024年前10月，中国零售包装的宠物食品出口量及同比



4.7 国内宠物食品行业：赛道红利叠加平台推动，内销市场快速增长

线上平台推动叠加赛道红利，内销市场快速增长

- 2024Q1-Q3，我国宠物板块上市公司国内业务共实现营收35.8亿元，同增20.4%。预计2025年，内销市场将继续快速增长
- 线上平台发展推动内销市场。据星图数据，2024年618大促数据宠物食品实现GMV55亿元，同增10%（电商大盘同降2.5%），宠物行业逆势增长；双十一大促宠物食品销售高位再增，同增23%，相较2022年增长60%。

板块估值及评级

- 板块估值：截至2024年12月6日，以整体法计算的板块市盈率为34.28，处于近5年来的历史较低位置；板块市净率为4.15，处于近5年来的中位水平。估值角度，宠物食品板块投资具有一定的安全边际，考虑到行业2025年仍有望实现两位数的增长，且未来具有广阔的发展空间，给予行业“看好”评级。
- 个股方面，建议重点关注业绩靓丽、估值优势明显的中宠股份和品牌优势突出、业绩增长可持续的乖宝宠物

主要上市公司业绩预测

图30：主要上市公司业绩预测

名称	最新评级									股价
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2024/12/6
立华股份	增持	1.94	(0.53)	1.92	2.18	10.84	(39.75)	10.96	9.62	21.01
海大集团	增持	1.78	1.65	2.58	3.04	25.74	27.79	17.77	15.05	45.78
苏垦农发	买入	0.60	0.59	0.63	0.71	16.79	17.00	15.92	14.19	10.07
金新农	买入	0.02	(0.82)	0.20	0.30	178.46	(5.35)	21.43	14.67	4.39
牧原股份	增持	2.42	(0.78)	3.35	4.27	16.68	(51.84)	12.06	9.46	40.44
温氏股份	增持	0.81	(0.96)	1.55	1.91	21.28	(17.87)	11.08	8.98	17.17
京基智农	增持	1.48	3.29	1.55	1.92	12.70	5.70	12.08	9.77	18.77
科前生物	增持	0.88	0.85	0.84	1.02	17.57	18.17	18.47	15.12	15.43
瑞普生物	增持	0.74	0.97	0.93	1.14	27.82	21.22	22.12	18.11	20.61
天康生物	增持	0.21	(1.00)	0.58	0.77	32.22	(6.69)	11.45	8.66	6.68
登海种业	买入	0.29	0.29	0.31	0.39	35.68	35.33	33.12	26.39	10.27
大北农	买入	0.01	(0.53)	0.07	0.22	339.55	(8.66)	63.28	20.82	4.55
隆平高科	增持	(0.67)	0.15	0.29	0.55	(16.47)	72.15	38.02	19.83	10.96
荃银高科	增持	0.34	0.29	0.36	0.46	33.50	39.95	32.10	25.35	11.55
中宠股份	买入	0.36	0.79	1.17	1.36	89.26	40.55	27.46	23.63	32.15
乖宝宠物	增持	0.74	1.07	1.48	1.85	88.77	61.38	44.34	35.56	65.80
瑞普生物	买入	0.74	0.97	0.93	1.14	27.82	21.22	22.12	18.11	20.61

- 1、生物育种产业化推进进度不及预期，导致种业成长速度放缓；
- 2、非洲猪瘟疫情爆发，导致猪价大幅波动和产能被动去化；
- 3、宠物食品安全事件爆发，导致产品需求减少和行业增长放缓；
- 4、全球经济下滑，居民收入、支出增速回落，消费能力进一步受抑制；

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七层

上海市浦东南路500号国开行大厦10楼D座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904号

广州市大道中圣丰广场988号102室



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。