

# 农林牧渔行业：养殖周期拐点蓄势，关注 动保新产品扩容

## ——2023年中期行业投资策略

2023年7月4日

看好/维持

农林牧渔 | 行业报告

**分析师** | 程诗月 电话：010-66555458 邮箱：chengsy\_yjs@dxzq.net.cn

**执业证书编号**：S1480519050006

### 投资摘要：

**生猪养殖：僵持与磨底，周期拐点蓄势中。**我们认为，23年年初至今生猪持续处于供过于求局面，养殖端持续亏损，然而养殖规模化程度的提升与一致预期的增长提升了养殖主体的现金流韧性，产能去化持续，但去化幅度仍较慢，行业处于价格磨底期，产能去化陷入僵局。我们认为，量变带来质变，持续的亏损累计与现金流消耗，使得部分高成本养殖主体现金流岌岌可危，下半年猪价季节性回暖高度或不及预期，带来养殖主体信心溃散，加速产能去化，周期拐点渐行渐近。目前周期与估值均处于底部，板块兼具安全垫和向上弹性，建议布局攻守兼备的养殖标的，重点推荐：牧原股份、天康生物等。

**家禽养殖：白鸡静待产能收缩传导，黄鸡弱勢调整。**白羽肉鸡前期引种受限影响仍在，目前产业链存栏收缩已由祖代逐步传导至父母代，在23Q4有望传导至商品代，静待供给收缩商品代价格改善。建议首先关注产业链上游具备自主育种能力和在手祖代存栏较为充足的父母代鸡苗供应商，其次关注商品代鸡苗和肉鸡养殖企业。黄鸡供需均偏弱，消费端活禽受限以及小白鸡替代等因素仍将制约黄鸡需求，行业供需平衡仍待调整，短期无明显利好支撑，年内价格或随消费旺季来临存季节性提振。

**动保：养殖低迷短期需求承压，非瘟疫苗将带来行业扩容。**我们认为，短期来看下游养殖盈利低迷产能去化给动保行业需求带来压力，静待猪价改善需求景气回升。目前板块关注度集中在非瘟疫苗入市催化，如果评审过程顺利进行，我们有望在今年年内见到非洲猪瘟疫苗产品正式商用落地，行业扩容将超百亿，参与生产的企业将充分受益。此外宠物药苗的国产替代和动保行业的市场化进程推进也有望带来新的发展机遇，具备研发与工艺支撑优质产品力以及市场化销售能力的头部企业有望充分受益于行业格局的持续改善，重点推荐关注标的普莱柯、科前生物、生物股份等。

**饲料：畜禽饲料有望高增，水产料景气回升。**我们判断，23年饲料板块中畜禽料有望受益于周期回暖和大宗原料价格回调；水产料方面普水鱼价格触底回升，前期影响已逐步消退，叠加特种料持续景气，水产料总量有望持续回升。水产料主要原料鱼粉价格上涨明显，具备配方研发能力和成本控制能力的头部饲料企业竞争力有望凸显，建议关注海大集团。

**种植种业：关注转基因商用进展及极端天气带来的价格波动。**从行业基本面来看，我国23年主粮供应预期稳定。而全球粮食供应不确定因素仍存，厄尔尼诺现象已经出现并预期持续增强，后续对于全球粮食市场影响建议持续关注。粮食安全作为国家中长期战略持续获得政策面关注，而转基因技术的应用是实现粮食增产的有效手段。23年是种植试点的第三年，目前“性状验证”目标已完成，配套法规陆续到位。我们认为转基因商用落地箭在弦上，静待品种审定落地。推荐关注较早布局转基因种业、技术和品种储备领先的龙头企业大北农、隆平高科。先正达（IPO获批待上市）上市后也有望受益。

**宠物：宠企出口业务迎来拐点，持续看好国内市场国牌崛起。**我们认为，出口业务方面，海外客户库存消化完成订单恢复增长叠加汇率波动利好出口业务，宠物食品企业海外业务迎来拐点，看好企业业绩持续修复。国内业务方面，我们看好国内市场强劲增长动力和国产品牌的持续品牌树立，建议关注宠物食品公司中宠股份和佩蒂股份。此外，近日乖宝宠物IPO获批，未来上市也将提升板块关注度。

**风险提示：**畜禽产品价格波动风险，产能去化不及预期，动物疫病风险，极端天气风险等。

## 目录

1. 生猪养殖：僵持与磨底，周期拐点蓄势中 .....	4
1.1 持续亏损产能逐步去化，行业低谷周期蓄力 .....	4
1.2 板块估值历史低位，优选攻守兼具标的 .....	7
2. 家禽养殖：白鸡静待产能收缩传导，黄鸡弱勢调整 .....	8
2.1 白羽：引种受限影响仍在，静待产能收缩传导 .....	8
2.2 黄羽：供需两不旺，行业以调整为主 .....	10
3. 动保：养殖低迷短期需求承压，非瘟疫苗将带来行业扩容 .....	11
4. 饲料：畜禽饲料有望高增，水产料景气回升 .....	14
5. 种植种业：关注转基因商用进展及极端天气带来的价格波动 .....	15
5.1 粮食安全战略性高度，关注转基因商用进展 .....	15
5.2 厄尔尼诺来袭，关注天气引发的价格波动 .....	17
6. 宠物：宠企出口业务迎来拐点，持续看好国内市场国牌崛起 .....	20
7. 风险提示 .....	22
相关报告汇总 .....	23

## 插图目录

图 1：猪价呈现周期性波动（单位：元/公斤） .....	4
图 2：宰后均重：白条猪肉瘦肉型（16省市均值 单位：公斤） .....	5
图 3：养殖端陷入持续亏损 .....	5
图 4：全国能繁母猪存栏数据（万头 %） .....	5
图 5：12家上市猪企出栏市占率统计 .....	5
图 6：全国生猪定点屠宰量（单位：万吨 %） .....	6
图 7：生猪仔猪及二元母猪价格走势（元/公斤） .....	6
图 8：仔猪销售毛利转跌 单位：元/头 .....	6
图 9：上市猪企平均负债率高企 .....	6
图 10：上市猪企出栏增速、完全成本（元/公斤）及资产负债率 .....	7
图 11：申万生猪养殖指数 PB 估值历史低位 .....	8
图 12：全国祖代白羽肉种鸡更新量（万套） .....	8
图 13：2022 年白羽肉鸡祖代更新品种占比 .....	9
图 14：2023 年 1-5 月白羽肉鸡祖代更新量占比 .....	9
图 15：全国在产祖代种鸡存栏量（万套） .....	9
图 16：全国父母代鸡苗销售量（万套） .....	9
图 17：全国父母代鸡苗平均销售价格（元） .....	10
图 18：全国部分父母代种鸡存栏量（后备+在产）（万套） .....	10
图 19：黄羽肉鸡价格（元/斤） .....	10
图 20：上市黄鸡企业销售价格（元/kg） .....	11
图 21：黄鸡养殖企业归母净利润（亿元） .....	11

图 22: 全国能繁母猪存栏 (万头 %)	12
图 23: 猪用生物制品批签发数据	12
图 24: 动保板块行情滞后于猪价	12
图 25: 兽药注册评审程序	13
图 26: 饲料原料价格高位回落 (元/kg)	14
图 27: 饲料销售价格回调 (元/kg)	14
图 28: 近三年饲料产量分品类 (万吨)	14
图 29: 饲料产量月度数据 (万吨)	14
图 30: 水产品价格有所回升 (元/kg)	15
图 31: 现货价:鱼粉(SD65%):均价 (元/吨)	15
图 32: 我国大豆进口依赖程度高	16
图 33: 我国玉米播种面积空间大	16
图 34: 全球气温异常情况	17
图 35: 厄尔尼诺现象对气候的影响 (12月-2月)	18
图 36: 厄尔尼诺现象对气候的影响 (6月-8月)	18
图 37: 国际粮食价格仍维持较高位置 单位: 美分/蒲式耳	18
图 38: 国内粮食价格稳中有降 单位: 元/吨	19
图 39: 宠物食品出口数量及 YOY	20
图 40: 宠物食品出口金额及 YOY	20
图 41: 美元汇率持续走高	21
图 42: 宠物食品企业盈利近两个季度承压	21
图 43: 城镇宠物消费市场规模 (亿元 %)	21
图 44: 宠物 (犬猫) 消费结构变化	21

## 表格目录

表 1: 非瘟疫苗市场空间测算 单位: 亿元	13
表 2: 转基因玉米、大豆生物安全证书获取情况	16
表 3: USDA 供需平衡表 (23/24 预测年度) 单位: 百万吨	19
表 4: 中国农产品供需平衡表 单位: 万吨	19
表 5: 近年天猫宠物双十一及 618 品牌销售排行榜 top10	22

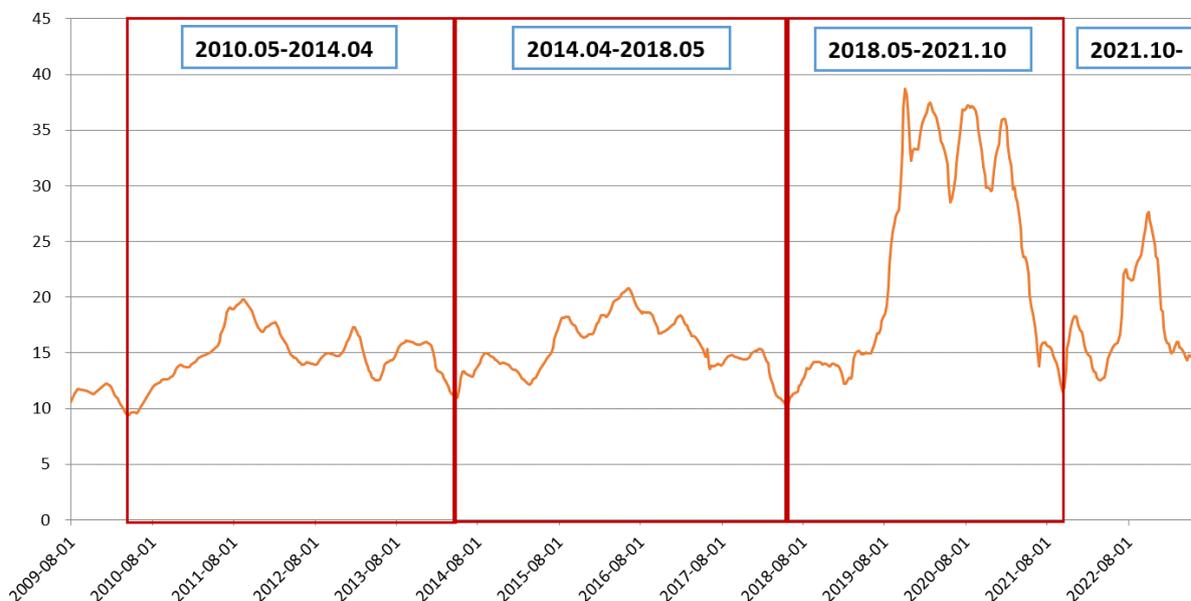
## 1. 生猪养殖：僵持与磨底，周期拐点蓄势中

我们认为，23 年年初至今生猪持续处于供过于求局面，养殖端持续亏损，然而养殖规模化程度的提升与一致预期的增长提升了养殖主体的现金流韧性，产能去化持续，但去化幅度仍较慢，行业处于价格磨底期，产能去化陷入僵局。我们认为，量变带来质变，持续的亏损累计与现金流消耗，使得部分高成本养殖主体现金流岌岌可危，下半年猪价季节性回暖高度或不及预期，带来养殖主体信心溃散，加速产能去化，周期拐点渐行渐近。目前周期与估值均处于底部，板块兼具安全垫和向上弹性，投资性价比高。建议布局攻守兼备的养殖标的，重点推荐：牧原股份、天康生物等。

### 1.1 持续亏损产能逐步去化，行业低谷周期蓄力

**猪价呈现周期性波动特征。**复盘过去几轮猪周期，猪价整体呈现 3-4 年的周期性波动。猪价自 2021 年年初开始快速滑落，在 21 年 10 月跌破 12 元/公斤大关，并于 22 年 3 月二次触底后迅速回升至 27 元/公斤以上，之后迅速下跌。本轮周期呈现价格波动大和盈利时间短的双重特征。

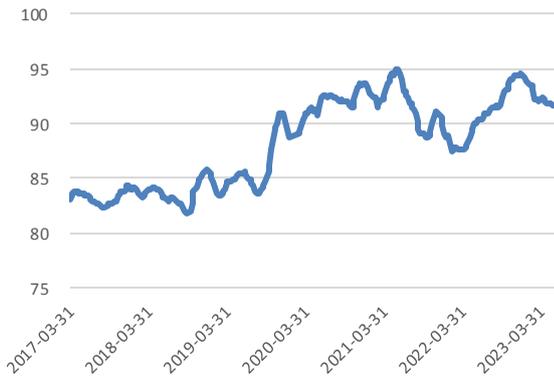
图1：猪价呈现周期性波动（单位：元/公斤）



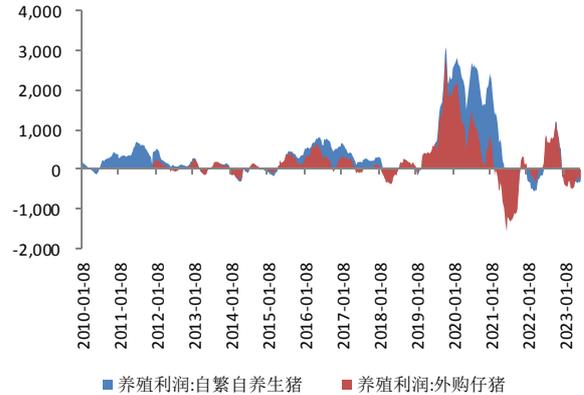
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**一致性预期和二育比例提升加剧波动。**养殖户信息获取能力提升带来了一致性预期增强，从而使得压栏出栏行为较为集中。与此同时，非瘟疫情给行业带来了很大冲击，由于养殖母猪风险较高周期长，而二次育肥周期短变现快，行业内补栏二元母猪的全程养殖群体减少，二次育肥群体增加，也推升了生猪出栏体重，加剧了行业供给波动。可以看到，非洲猪瘟疫情之后，白条猪宰后体重明显增加且短期内波动加剧。因此我们认为，在一致预期和二育比例提升这二者的共同作用下，本轮猪价波动加剧急涨急跌。

图2：宰后均重：白条猪肉瘦肉型（16省市均值 单位：公斤） 图3：养殖端陷入持续亏损



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

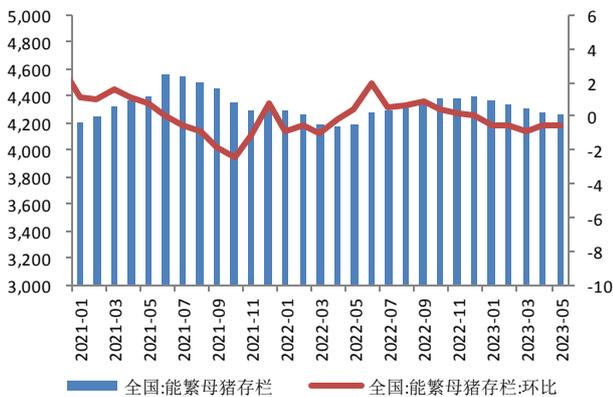


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**养殖端持续亏损但产能去化拉锯。**22年11月猪价虽然触及27元/公斤以上高点，但由于走势急涨急跌，行业盈利时间持续不足6个月即陷入亏损，目前自繁自养亏损已持续6个月，截止6月23日，自繁自养头均亏损256.18元。

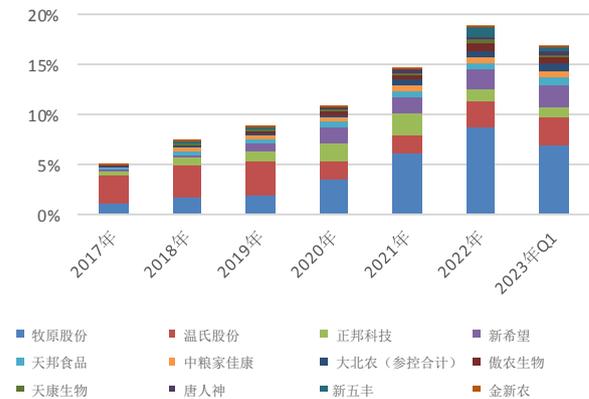
行业持续亏损下，产能去化速度却较为缓慢。能繁母猪存栏量在2021年6月达到顶点4564万头，此后经过10个月时间调减8.48%至22年4月的4177万头，而后恢复5.1%至2022年12月的4390万头，23年年初重现去化趋势，但截止5月末，存栏量相比22年末仅调减3.01%，相比21年高点调减6.70%，调整速度较为缓慢。非洲猪瘟疫情以来，生猪养殖行业头部集中趋势增强，12家上市猪企出栏市占率自2018年以来快速提升，2022年已经达到18.84%。我们判断，产能陷入拉锯战的主要原因是，养殖头部集中趋势增强，而头部企业的多元融资手段带来更强的现金流韧性，行业低迷期能够稳住规模甚至逆势扩张，造成产能去化速度受限。

图4：全国能繁母猪存栏数据（万头 %）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：12家上市猪企出栏市占率统计

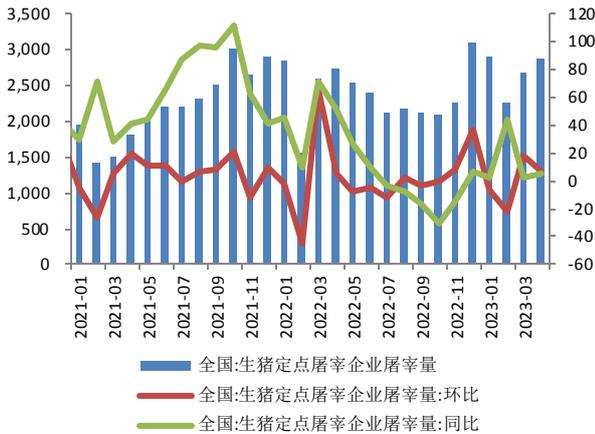


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**短期供给宽松需求低迷，行业亏损或持续。**23H2出栏生猪对应22年9月至23年2月能繁母猪存栏，整体存栏量仍处相对高位，23年1-2月产能开始小幅去化。因此我们预计，23Q3生猪供应仍相对充足，23Q4供给

环比将略有改善。消费端来看，23年1-5月全国生猪定点屠宰量同比增长9.96%，五一端午对需求也无明显提振，消费端整体呈现弱复苏。因此我们判断，在供给宽松需求无明显支撑的局面下，猪价近期还将弱势运行，养殖行业或维持亏损局面。

图6：全国生猪定点屠宰量（单位：万吨 %）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

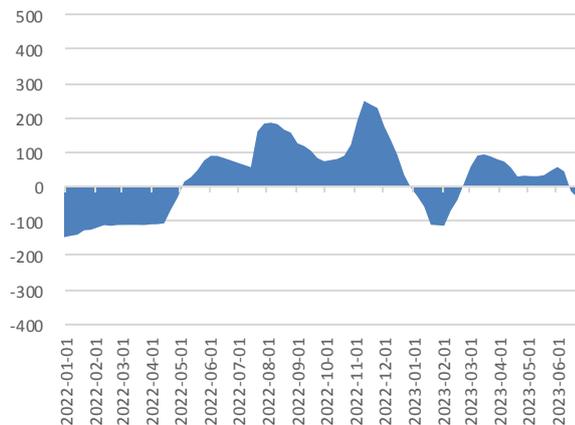
图7：生猪仔猪及二元母猪价格走势（元/公斤）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

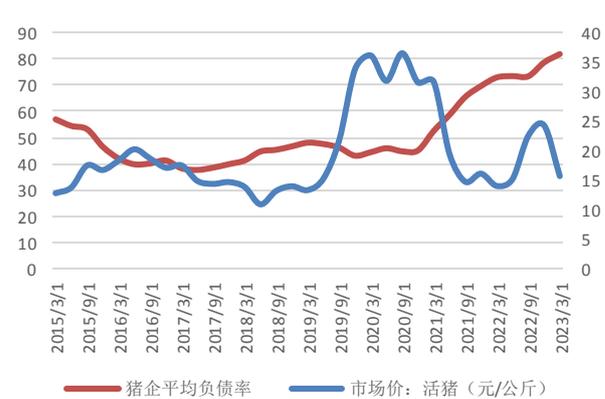
**静待质变，产能去化有望加速。**在行业持续亏损下，养殖主体对于后市价格预期逐步转弱，仔猪销售毛利近期转亏，截止6月23日，仔猪销售毛利为-32.86元/头。上游仔猪销售转亏将有望带动能繁母猪去化加速。此外南方地区近期的梅雨天气也给非瘟疫情防控带来挑战。虽然头部企业市占率大幅提升，但22年急涨急跌的行情并未带来明显的资产负债表修复，上市猪企的平均负债率（我们选取牧原股份、温氏股份、新五丰、罗牛山、天邦食品和正邦科技这几家从事生猪养殖业务时间较长的公司的资产负债率做算数平均数）持续提升，显示行业现金流趋紧。我们认为，产能去化的趋势已成，而行业持续亏损的累积必将带来产能加速去化的质变。目前板块投资最为关注的催化剂“产能加速去化”有望在不远的将来出现。

图8：仔猪销售毛利转跌 单位：元/头



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：上市猪企平均负债率高企



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

综合以上分析，我们认为，本轮周期呈现价格波动大和盈利时间短的双重特征，主要是由于一致性预期增强

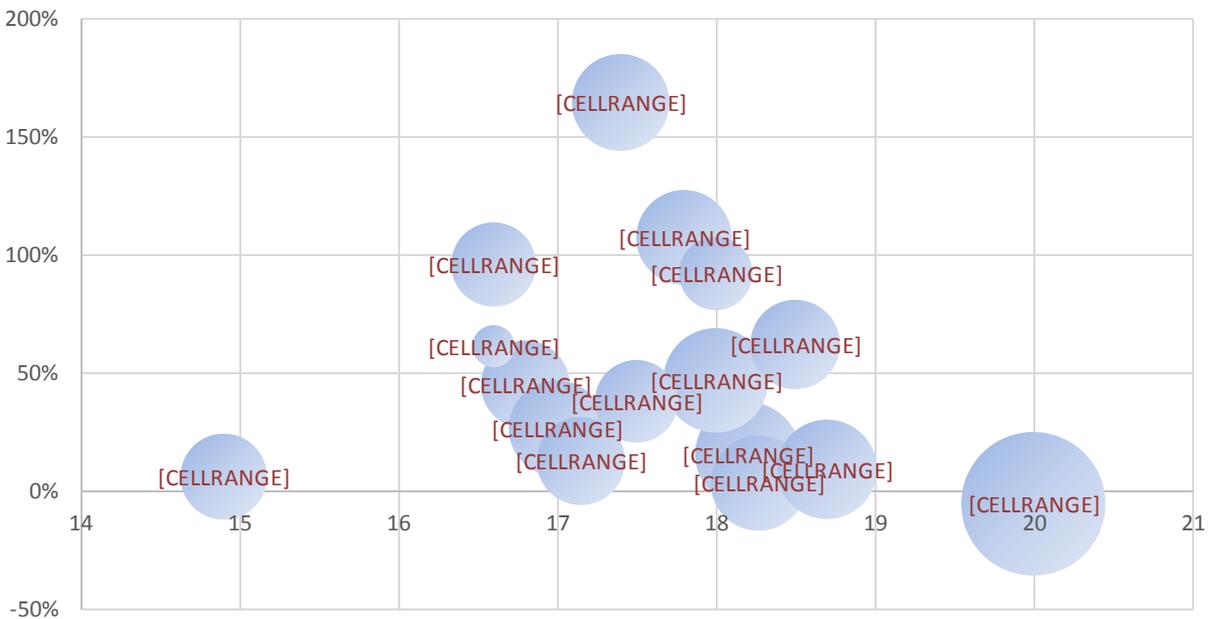
和二育比例提升。非瘟疫情后养殖头部集中趋势增强，多元融资手段带来更强的现金流韧性，产能陷入拉锯战。但我们认为，养殖端亏损已持续6个月，仔猪销售也转入亏损区间，短期供需面仍无明显改善趋势，亏损还将持续，行业现金流岌岌可危，叠加南方雨季非瘟潜在风险，产能加速去化箭在弦上。

## 1.2 板块估值历史低位，优选攻守兼具标的

目前板块还处于周期价格下行，演绎产能去化的投资第一阶段，也将是板块涨幅最大的阶段，板块主要催化剂是产能加速去化的趋势确立。然而从行业基本面而言，养殖企业处于周期底部的困难时期，企业的综合成本控制和现金流健康程度决定了其是否能够穿越周期，并实现产销量的逆势增长。因此在标的选择方面，我们推荐攻守兼备的养殖标的，即在现金流安全的基础上能够实现出栏量扩张的上市猪企。

我们横向对比了上市猪企的23年预期出栏增速（纵轴）、养殖完全成本（横轴）和23Q1资产负债率（气泡大小）。牧原股份作为行业龙头，成本控制能力行业领先；京基智农、巨星农牧、华统股份、东瑞股份则在预期出栏增速方面具备更大弹性。资产负债率方面，牧原股份、温氏股份、大北农、天康生物、神农集团、巨星农牧和东瑞股份的资产负债率在60%以下

图10：上市猪企出栏增速、完全成本（元/公斤）及资产负债率



资料来源：iFinD，各公司公告，东兴证券研究所

目前生猪养殖行业PB估值处于历史低位，投资者对于后市产能去化能否加速去化仍有分歧。但我们认为，量变必将产生质变，持续亏损的累计必将带来产能加速去化的质变，建议把握低估值布局期。生猪养殖行业向上看有弹性，向下看有安全垫，持续强烈推荐。重点推荐牧原股份、天康生物。其他相关标的温氏股份、巨星农牧、华统股份、唐人神、京基智农也有望受益。

图11：申万生猪养殖指数 PB 估值历史低位



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

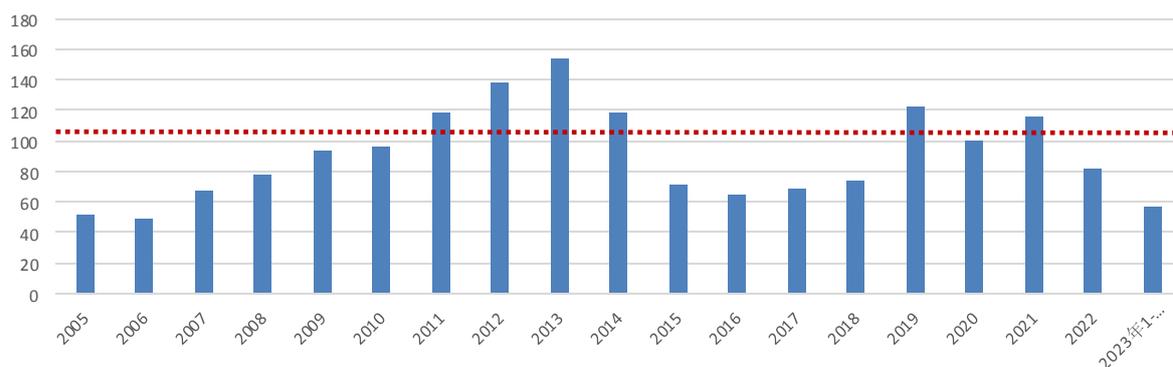
## 2. 家禽养殖：白鸡静待产能收缩传导，黄鸡弱势调整

家禽养殖细分子板块逻辑各有不同，白羽肉鸡前期引种受限影响仍在，目前产业链存栏收缩已由祖代逐步传导至父母代，在 23Q4 有望传导至商品代，静待供给收缩商品代价格改善。建议首先关注产业链上游具备自主育种能力和在手祖代存栏较为充足的父母代鸡苗供应商，其次关注商品代鸡苗和肉鸡养殖企业。黄鸡供需均偏弱，消费端活禽受限以及小白鸡替代等因素仍将制约黄鸡需求，行业供需平衡仍待调整，短期无明显利好支撑，年内价格或随消费旺季和猪鸡替代效应存在季节性提振。

### 2.1 白羽：引种受限影响仍在，静待产能收缩传导

海外引种持续低迷，国鸡推广进行时。2022 年下半年受到航班限制及欧美禽流感疫情影响，5-7 月引种为零，8 月、9 月和 12 月份仅引种 3 批，导致 2022 年全国祖代白羽肉种鸡更新量大幅下降，钢联数据显示 2022 年全年祖代白羽肉种鸡更新量 81.34 万套，同比下降 30.25%，显著低于 110 万套的平衡点。进入 2023 年，禽流感疫情扰动仍存，得益于阿拉巴马州可以正常引种，1-4 月份引种基本正常，5 月仅引种 2 万套，处于偏低水平，主要是由于航班问题和全球祖代供应量偏紧。目前美国田纳西和密西西比州仍无明确开关信息，海外引种预计还将持续偏紧局面。

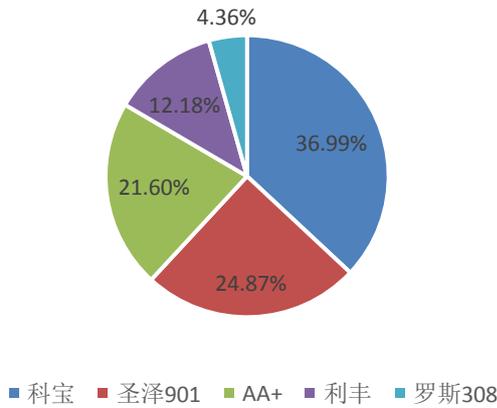
图12：全国祖代白羽肉种鸡更新量（万套）



资料来源：鸡病专业网，我的钢铁网，东兴证券研究所

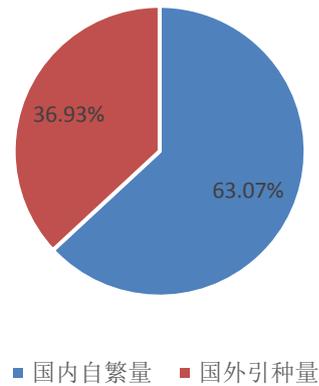
1-5 月份全国祖代更新量合计为 57.5 万套，其中国内自繁占比 63%（包含科宝）。2021 年 11 月，我国首批自主培育的白羽肉鸡品种“圣泽 901”“广明 2 号”“沃德 188”正式通过农业农村部审定，打破了国外对白羽肉鸡种源的长期垄断。2022 年是自主育种国产白鸡产业化推广元年，在引种受限的机遇下，市场占有率迅速提升，2022 年圣泽 901 在祖代品种更新量中占比已达 24.87%。不过在品种初始推广阶段，种鸡端与下游养殖端还需要时间实验与磨合，市场需要接受的过程，短期内行业还无法脱离引种的影响。

图13：2022 年白羽肉鸡祖代更新品种占比



资料来源：我的钢铁网，东兴证券研究所

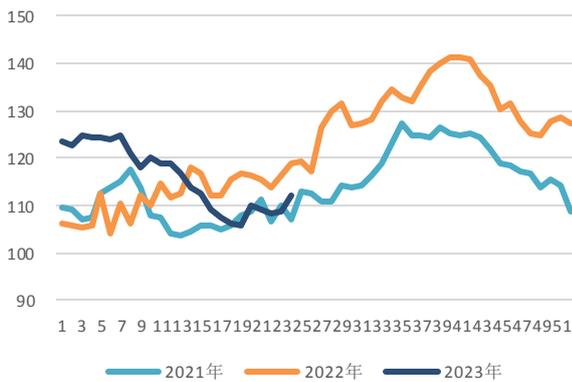
图14：2023 年 1-5 月白羽肉鸡祖代更新量占比



资料来源：我的钢铁网，东兴证券研究所

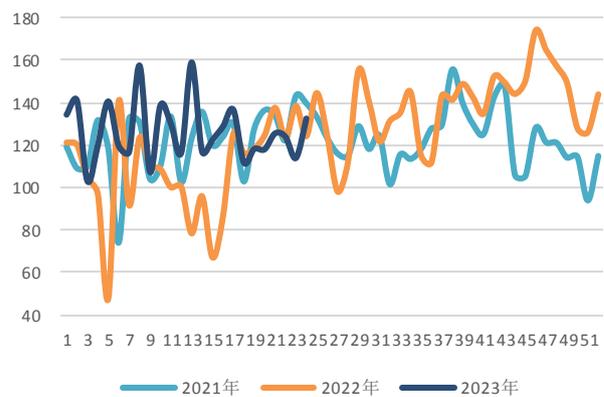
**前期引种受限已逐步传导到父母代，静待供给收缩。**行业引种受限自去年 10 月开始影响国内在产祖代鸡，全国在产祖代种鸡存栏量持续下滑，父母代鸡苗销售量随之下滑，销售价格高企，特别是 5 月以来父母代鸡苗销售量同比已呈现明显下滑趋势。但由于前期存栏量较高以及换羽的扰动因素，父母代种鸡存栏量仍处较高位置。我们认为，虽有多重因素扰动，但前期引种受限的影响仍在，4-5 月父母代鸡销售收缩有望在 23Q4 传导至商品代。

图15：全国在产祖代种鸡存栏量（万套）



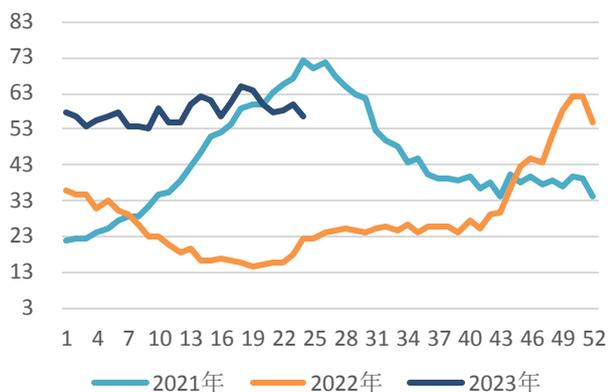
资料来源：中国禽业协会，东兴证券研究所

图16：全国父母代鸡苗销售量（万套）



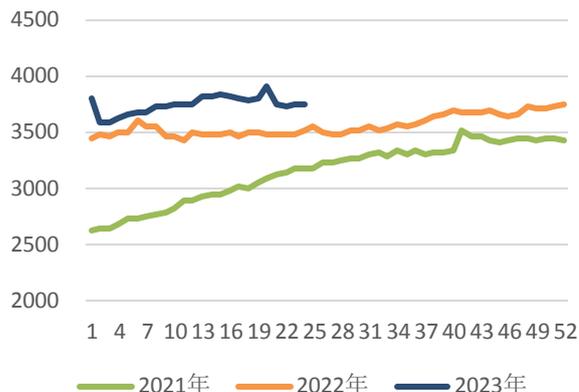
资料来源：中国禽业协会，东兴证券研究所

图17：全国父母代鸡苗平均销售价格（元）



资料来源：中国禽业协会，东兴证券研究所

图18：全国部分父母代种鸡存栏量（后备+在产）（万套）



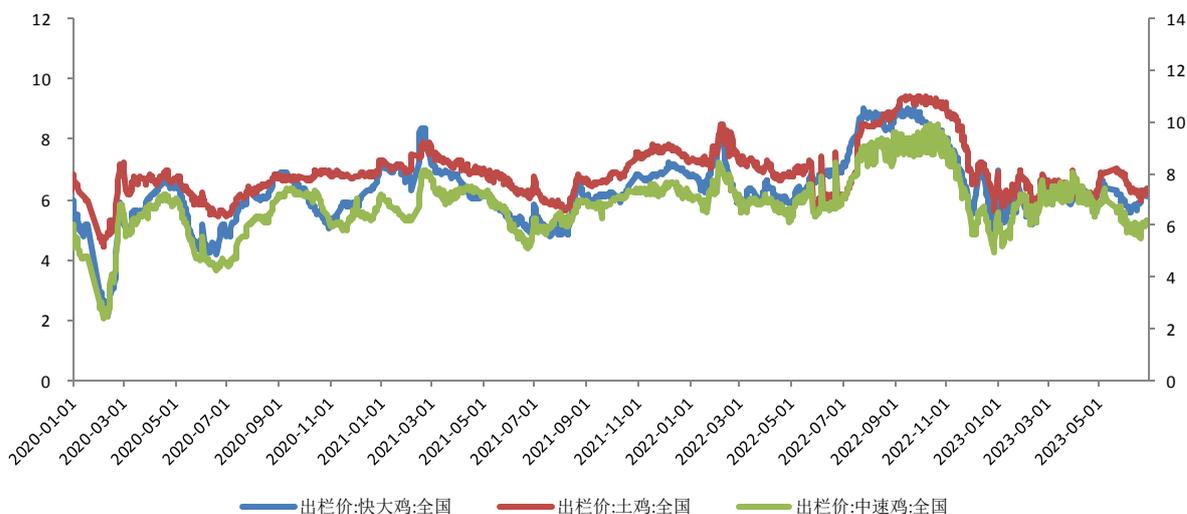
资料来源：中国禽业协会，东兴证券研究所

因此我们判断，虽有自主育种国鸡的进口替代，22年引种缺口对行业的影响仍存。目前产业链存栏收缩已由祖代逐步传导至父母代，在23Q4有望传导至商品代，静待供给收缩商品代价格改善。建议首先关注产业链上游具备自主育种能力和在手祖代存栏较为充足的父母代鸡苗供应商，其次关注商品代鸡苗和肉鸡养殖企业。相关标的包圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份、禾丰牧业等。

## 2.2 黄羽：供需两不旺，行业以调整为主

黄羽肉鸡经历了2020和2021年的价格持续低迷，行业持续亏损出清，产能去化较为明显，黄鸡价格在22年下半年回升后步入下行区间。目前呈现供需两弱局面，截止2023年6月27日，快大鸡全国均价6.11元/斤，中速鸡均价6.16元/斤，土鸡均价7.45元/斤，行业陷入亏损。我们判断主要是由于活禽市场销售受到一定限制，并且消费端低迷所致。

图19：黄羽肉鸡价格（元/斤）

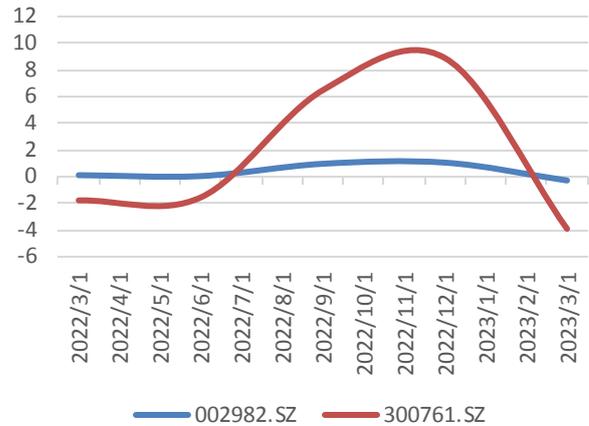


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

23年以来，黄羽肉鸡价格持续低迷，上市企业销售均价自23年1月明显下滑并步入亏损区间。23Q1立华股份和湘佳股份分别录得归母净利润亏损3.91亿元和0.28亿元。短期来看，消费端活禽受限以及小白鸡替代等因素仍将制约黄鸡需求，行业供需平衡仍待调整，短期无明显利好支撑。年内价格或随消费旺季和猪鸡替代效应存在季节性提振。

**图20：上市黄鸡企业销售价格（元/kg）**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图21：黄鸡养殖企业归母净利润（亿元）**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

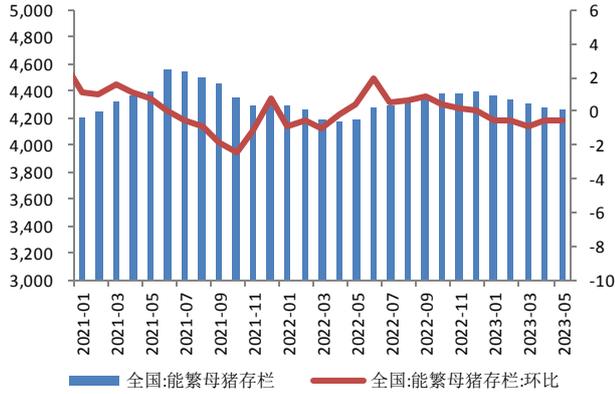
从长期来看，“活禽转冰鲜”的行业消费趋势有望持续深化，头部企业在持续将产业链向下游扩展，扩充屠宰产能、铺设品牌渠道，行业转型升级给头部企业带来了市占率提升与自有品牌建设的契机，看好相关企业冰鲜业务持续发展，相关标的包括温氏股份、立华股份和湘佳股份。

### 3. 动保：养殖低迷短期需求承压，非瘟疫苗将带来行业扩容

我们认为，短期来看下游养殖盈利低迷产能去化给动保行业需求带来压力，静待猪价改善需求景气回升。目前板块关注度集中在非瘟疫苗入市催化。非瘟疫苗研发已经进入了商用落地前的关键评审验收期，如果评审过程顺利进行，我们有望在今年年内见到非洲猪瘟疫苗产品正式商用落地，行业扩容可期，参与生产的企业将充分受益。此外宠物药苗的国产替代和动保行业的市场化进程推进也有望带来新的发展机遇，具备研发与工艺支撑优质产品力以及市场化销售能力的头部企业有望充分受益于行业格局的持续改善，重点推荐关注标的普莱柯、科前生物、生物股份等。

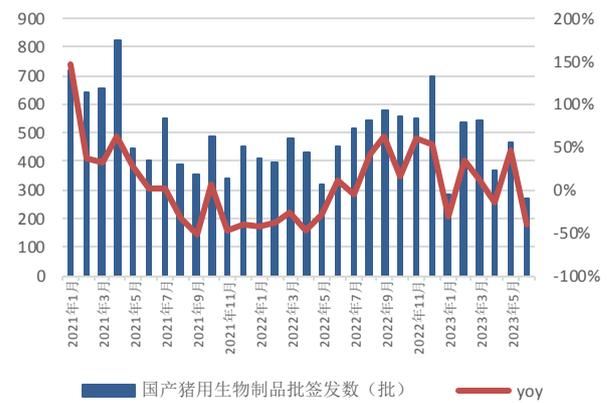
**短期来看，养殖盈利低迷抑制需求：**动保行业的景气程度与下游养殖的量价均有关联，以猪用疫苗为例，存栏母猪和仔猪是猪群的防疫重点，因此能繁母猪存栏量与猪用疫苗的产销量相关性较强，2022年下半年能繁母猪存栏量持续回升，带动猪用生物制品批签数量同比明显改善。但进入2023年，猪价持续低迷，能繁母猪产能温和去化，批签发数据开始出现波动，显示疫苗需求受到猪价和存栏的抑制。我们预计，短期猪价低迷产能去化趋势还将持续，Q4有望改善，因此23H2动保行业需求仍有压力。

图22：全国能繁母猪存栏（万头 %）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图23：猪用生物制品批签发数据



资料来源：国家兽药基础数据库，东兴证券研究所

动保板块的景气行情通常滞后猪价上涨半年到一年，并持续至猪价下滑后 1-2 个季度。猪价自 22 年 11 月高位滑落，动保板块行情自今年 3 月份以来表现较为低迷。近期现有动保产品需求仍待下游改善，板块关注度集中在新疫苗产品入市催化。

图24：动保板块行情滞后于猪价



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

非瘟疫苗有望年内落地，大单品带来显著市场扩容。非瘟疫苗研发已经进入了商用落地前的关键评审验收期。普莱柯与兰兽研合作研发、生物股份、中牧股份与中科院合作研发的两个路径的非洲猪瘟亚单位疫苗已于 23 年 4 月分别向农业农村部提交了兽药应急评价申请，目前正处于技术评审、材料补充和样品复核的关键评审阶段。参考农业农村部《兽药注册评审程序》和《兽药注册办法》样品检验和兽药质量标准复核应当在 120 个工作日内完成（5-6 个月），特殊方法检验的不超过 150 个工作日。也就是说，如果评审过程顺利进行，我们有望在今年年内见到非洲猪瘟疫苗产品正式商用落地。

**图25：兽药注册评审程序**


资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

非洲猪瘟作为困扰生猪养殖行业的严重猪病，显著提升了行业养殖成本，若能有有效疫苗问世，非瘟疫苗仍将会是养殖行业的“必选项”，有望显著打开动保市场空间，建议持续关注相关进展与催化。非瘟疫苗实现商用落地将显著扩张动保市场空间，中性假设下（假设疫苗单价 10-15 元/针，渗透率 70%）预计行业扩容超百亿，乐观估计（假设疫苗单价 25 元/针，渗透率 100%）市场扩容超 300 亿元。首批参与生产的企业有望获得先发优势，收入利润有望显著增厚。

**表1：非瘟疫苗市场空间测算 单位：亿元**

		免疫渗透率				
		40%	60%	70%	80%	100%
疫苗单价 (元/针)	5	28	42	49	56	70
	10	56	84	98	112	140
	15	84	126	147	168	210
	20	112	168	196	224	280
	25	140	210	245	280	350

资料来源：东兴证券研究所注：假设疫苗推出前期未被纳入强制免疫，以市场化方式销售；按全国每年7亿头生猪出栏计算，假设每头猪需打两针

此外，宠物动保正处于起步阶段，产品存在国产替代空间。我国宠物药品和疫苗市场份额大部分由海外品牌占据，国产宠物疫苗和药品正在积极推进中，未来存在很大的国产替代空间。普莱柯的犬二联疫苗已进入新兽药注册阶段，生物股份的犬三联已进入临床试验阶段，宠物营销团队组建完毕；药品方面，瑞普生物的驱虫药莫普欣 22 年 7 月上市以来销售已达千万级，23 年即将推出猫三联灭活疫苗和新款驱虫药-非泼罗尼吡丙醚滴剂。

同时，养殖规模化和市场苗改革给行业带来了新的变革机遇。一方面，我国养殖规模化进程持续推进有望带来免疫渗透率的进一步提升。另一方面，我国动物疫病强免制度改革正持续推进，到 2025 年，逐步全面取消政府招采，动保全面市场化时代即将到来。我们认为，具备研发与工艺支撑优质产品力以及市场化销售能力的头部企业有望充分受益于行业变革机遇，持续提升行业市占率，重点推荐关注标的普莱柯、科前生物、生物股份等。

## 4. 饲料：畜禽饲料有望高增，水产料景气回升

饲料行业在 22 年上半年经历了大宗原材料价格大幅上涨和养殖低迷的双重挤压，下半年随养殖盈利改善，饲料价格上涨的兑现逐步顺畅。进入 23 年主要饲用原材料价格明显回落，特别是豆粕价格回调明显，年初至今下滑 14.68%，玉米价格下滑 3.62%。饲料企业的成本压力特别是畜禽料的成本压力在 23H1 逐步缓解。

图26：饲料原料价格高位回落（元/kg）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

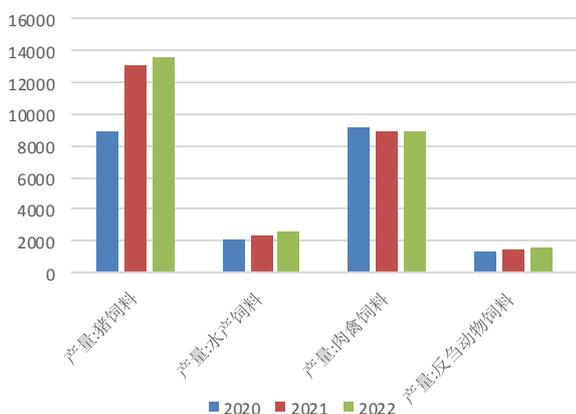
图27：饲料销售价格回调（元/kg）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

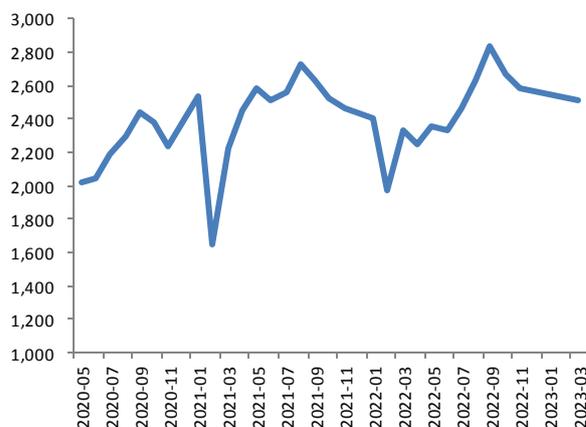
我国饲料行业已进入成熟发展期，2022 年全国饲料工业总产量小幅增长 3%达到 3.02 亿吨。从细分品类上来看，水产饲料和反刍饲料增速较为明显，22 年产量同比分别增长 10.15%和 9.22%。23 年随着畜禽存栏量增长，畜禽料有望带动饲料总产量稳步提升，饲料工业协会数显示，23 年 5 月全国工业饲料产量 2664 万吨，同比增长 10.5%。

图28：近三年饲料产量分品类（万吨）



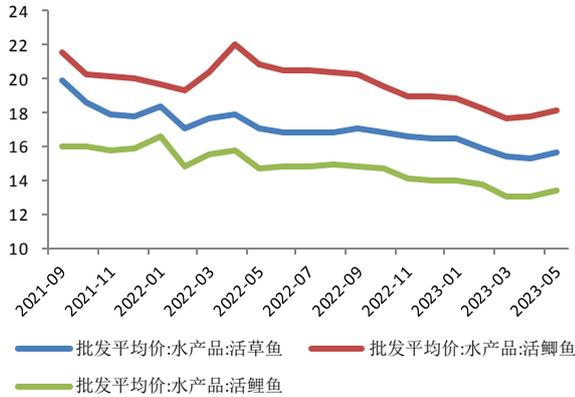
资料来源：iFinD，饲料工业协会，东兴证券研究所

图29：饲料产量月度数据（万吨）

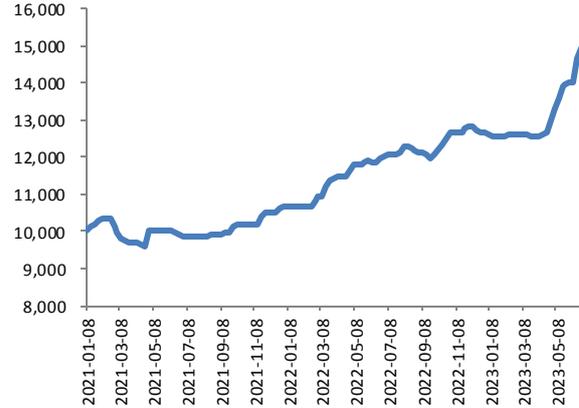


资料来源：iFinD，饲料工业协会，东兴证券研究所

水产料方面，22 年年末水产品销售运输不畅带来存塘挤压，23 年初倒春寒影响投苗和投料节奏，对普水鱼料影响较大。近期随着前期存塘鱼逐步消化，普水鱼价格在近 3 个月呈现回升趋势，我们判断前期影响已逐步消退，普水鱼料有望回归正常。此外特种料方面持续销售景气，水产料整体需求量方面有望稳步增长。近期鱼粉价格涨幅较为明显，具备原料采购和配方优势的企业竞争力有望凸显。

**图30：水产品价格有所回升（元/kg）**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图31：现货价:鱼粉(SD65%):均价（元/吨）**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

因此我们判断，23年饲料板块中畜禽料有望受益于周期回暖和大宗原料价格回调；水产料方面普水鱼价格触底回升，前期影响已逐步消退，叠加特种料持续景气，水产料总量有望持续回升。水产料主要原料鱼粉价格上涨明显，具备配方研发能力和成本控制能力的头部饲料企业竞争力有望凸显，持续实现市占率提升，建议关注海大集团。

## 5. 种植种业：关注转基因商用进展及极端天气带来的价格波动

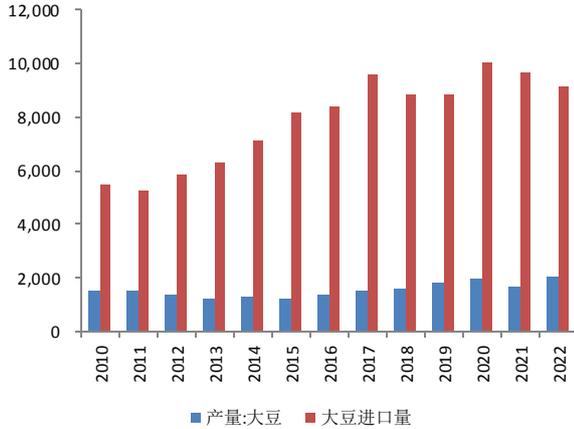
从行业基本面来看，我国23年主粮供应预期稳定。而全球粮食供应不确定因素仍存，厄尔尼诺现象已经出现并预期持续增强，后续对于全球粮食市场影响建议持续关注。粮食安全作为国家中长期战略持续获得政策面关注，而转基因技术的应用是实现粮食增产的有效手段。23年是种植试点的第三年，目前“性状验证”目标已完成，配套法规陆续到位。我们认为转基因商用落地箭在弦上，静待品种审定落地。推荐关注较早布局转基因种业、技术和品种储备领先的龙头企业大北农、隆平高科。先正达（IPO获批待上市）上市后也有望受益。

### 5.1 粮食安全战略性高度，关注转基因商用进展

粮食安全持续获政策关注，转基因技术推广有基础。粮食安全议题作为国家中长期战略被写入二十大报告中。近日新华社消息称粮食安全保障法草案已于6月26日提请十四届全国人大常委会第三次会议审议。粮食安全作为国家战略持续获得政策关注。

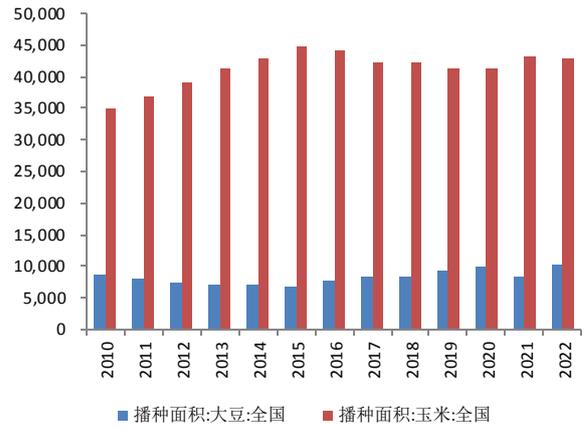
我们认为，要全方位夯实粮食安全根基，一方面需要保证耕地基本面积，守住耕地红线；另一方面也需要通过提升作物单产以增加粮食总产量。目前我国粮食安全领域主要问题在于玉米、大豆等饲用粮的缺口，特别是大豆进口依赖程度高。而转基因技术的开发与应用将带来种植领域历史性变革，我国粮食作物播种面积中玉米播种面积最大，也显著高于大豆播种面积，转基因玉米品种具有极大的推广空间。

图32：我国大豆进口依赖程度高



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图33：我国玉米播种面积空间大



资料来源：iFinD，国家统计局，东兴证券研究所

**转基因试点第三年，商用进程稳步推进中。**目前国际上转入并得到普遍应用的是抗虫和抗除草剂基因，通过减少农药使用、增加种植密度、节本增效减少损失，客观上提升了作物单产。2021年我国农业农村部开始对已获得生产应用安全证书的耐除草剂转基因大豆和抗虫耐除草剂转基因玉米开展产业化试点，试点结果表明，转基因大豆可降低除草成本50%，增产12%；转基因玉米可增产10.7%，并大幅减少防虫成本。23年是种植试点的第三年，目前“性状验证”目标已完成，配套法规陆续到位。我们认为转基因商用落地箭在弦上，静待品种审定落地。

**转基因品种储备三分天下。**在玉米方面基本呈现出大北农（子公司大北农生物）、隆平高科（参股公司杭州瑞丰）和先正达（子公司中种集团）三足鼎立局面。而转基因技术研发和验证周期长，品种审定门槛高，行业壁垒明显，因此我们认为上述三家企业在转基因领域的先发优势有望长期维持。按照我们22年年度策略中测算转基因玉米性状端远期超30亿的利润空间来看，企业业绩端未来上涨空间将十分可观。推荐关注较早布局转基因种业、技术和品种储备领先的龙头企业大北农、隆平高科。先正达（IPO获批待上市）上市后期也有望受益。

表2：转基因玉米、大豆生物安全证书获取情况

品种	申报单位	名称	转入基因	抗虫	耐除草剂	区域
玉米	大北农生物	DBN9936	cry1Ab、epsps	✓	✓	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区
		DBN9858	Epsps、pat		✓	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区
		DBN9501	vip3Aa19、pat	✓	✓	北方春玉米区
		DBN3601T	cry1Ab、epsps、vip3Aa19、pat	✓	✓	西南玉米区
	杭州瑞丰	瑞丰125	cry1Ab/cry2Aj、g10evo-epsps	✓	✓	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西北玉米区

品种	申报单位	名称	转入基因	抗虫	耐除草剂	区域
		浙大瑞丰 8	cry1Ab、cry2Ab	✓		南方玉米区
		nCX-1	CdP450、cp4epsps		✓	南方玉米区
中国林木种子集团、中国农大		ND207	mcry1Ab、mcry2Ab	✓		北方春玉米区、黄淮海夏玉米区
		CC-2	maroACC		✓	北方春玉米区
中种集团		Bt11×GA21	cry1 Ab、pat、mepsps	✓	✓	北方春玉米区
		Bt11×MIR16 2×GA21	cry1 Ab、pat、vip3Aa20、mepsps	✓	✓	南方玉米区、西南玉米区
		GA21	mepsps		✓	北方春玉米区
隆平高科、中国农科院生物技术所		BFL4-2	cry1 Ab、cry1F、cp4epsps	✓	✓	北方春玉米区
上海交大		SHZD3201	g10evo-epsps		✓	南方大豆区
中国农科院作科所		中黄 6106	g2-epsps、gat		✓	黄淮海夏大豆区、北方春大豆区
大豆	大北农生物	DBN9004	Epsps、pat		✓	北方春大豆区
		DBN8002	mvip3Aa、pat	✓	✓	黄淮海夏大豆区
	杭州瑞丰	CAL16	cry1Ab/vip3Da	✓		南方大豆区

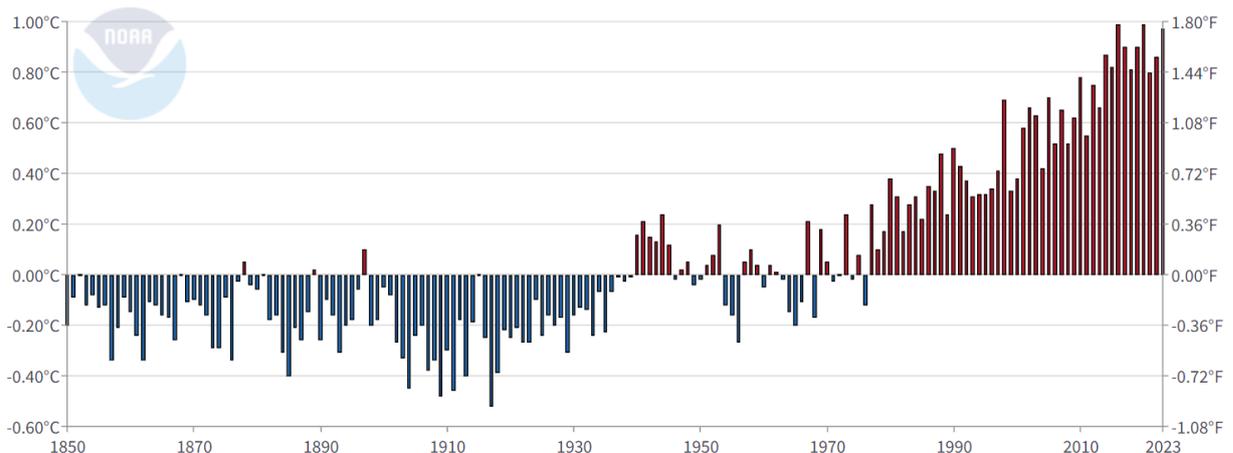
资料来源：农业农村部、东兴证券研究所

## 5.2 厄尔尼诺来袭，关注天气引发的价格波动

厄尔尼诺天气来袭，关注极端天气影响。美国国家海洋和大气管理局 5 月气候报告显示，23 年 5 月份气温在 NOAA 有数据记录 174 年以来排名第三位，全球地表温度比 20 世纪平均温度高 0.97 摄氏度。美国气候预测中心在 6 月 8 日对厄尔尼诺现象发出预警：5 月弱厄尔尼诺现象已经出现，并预计将在 23-24 年秋冬季节持续增强。

图34：全球气温异常情况

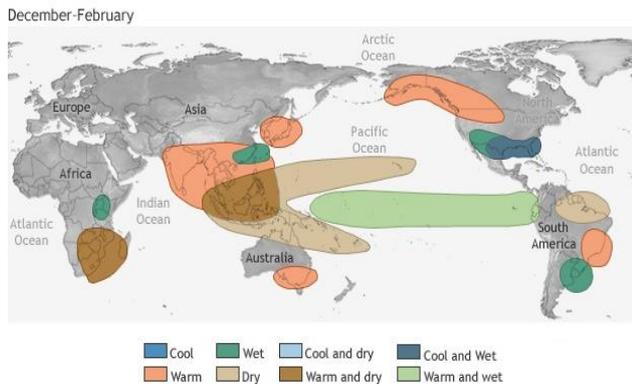
Global Land and Ocean  
May Temperature Anomalies



资料来源：美国国家海洋和大气管理局 (NOAA)，东兴证券研究所注：图为月度全球气温相比于20世纪以来平均气温（14.8摄氏度）的差值，左轴为摄氏度，右轴为华氏度

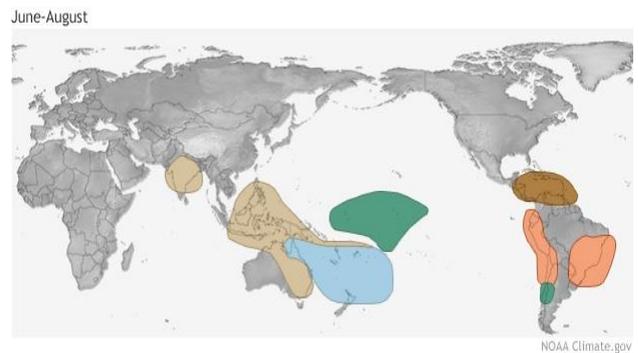
厄尔尼诺现象将带来全球气候异常，通常表现为北半球区域北部气温升高，南部降水量增多。对全球范围农作物影响不一，厄尔尼诺或影响全球食糖、棕榈油和棉花供给，但对北美大豆影响偏正向。对我国来说，厄尔尼诺现象或带来“南涝北旱”天气，或对我国农作物种植收获产生一定不利影响。农业部已在积极应防范极端天气的不利影响，近日农业农村部紧急发布《当前早稻应对“雨洗禾花”防灾害促灌浆技术意见》，并派出6个工作组赴湖南、湖北、江西、福建、广东、广西等南方早稻主产省，指导做好“雨洗禾花”和防高温热害等灾害应对工作。

图35：厄尔尼诺现象对气候的影响（12月-2月）



资料来源：世界气象组织，东兴证券研究所

图36：厄尔尼诺现象对气候的影响（6月-8月）



资料来源：世界气象组织，东兴证券研究所

国际小麦和玉米价格有望持续维持高位。国际粮食价格自去年高位回落，去年地域政治、通胀和能源对价格的影响在逐步减弱，预计粮食价格回归供需面影响。然而包括厄尔尼诺在内的极端天气给全球粮食供应带来不确定性因素，预计全年粮食价格仍将保持较高水平。

图37：国际粮食价格仍维持较高位置 单位：美分/蒲式耳



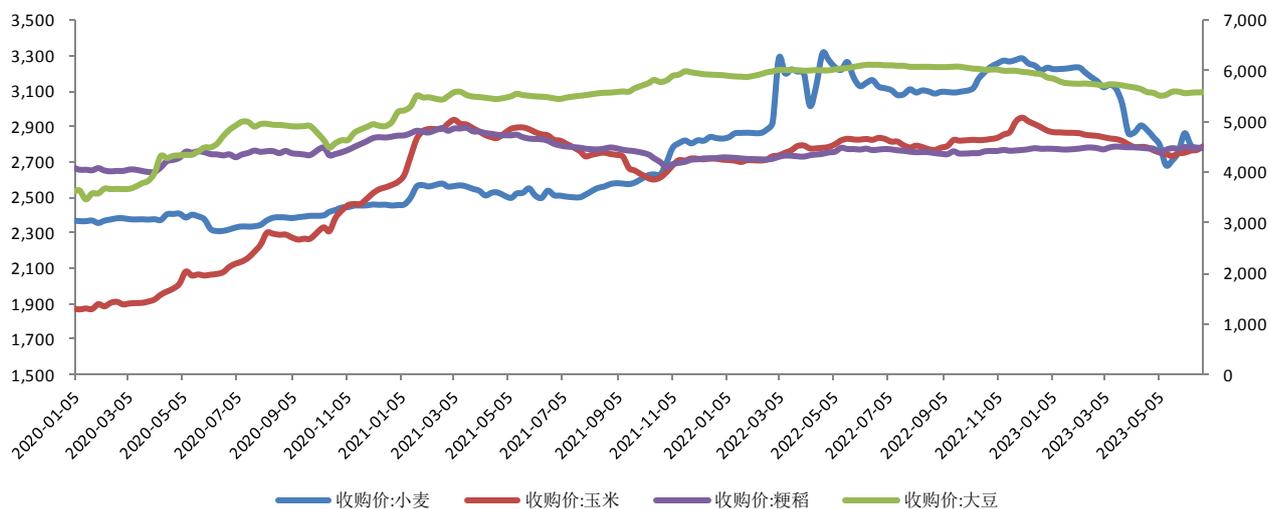
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**表3：USDA 供需平衡表（23/24 预测年度） 单位：百万吨**

	小麦	玉米	大豆
期初库存	266.66	297.55	101.32
产量	800.19	1222.77	410.7
进口	209.54	187	169.82
国内饲料消费	154.79	760.79	331.91
国内总消费	796.14	1206.35	386.09
出口	212.62	197.76	172.41
期末库存	270.71	313.98	123.34

资料来源：USDA 2023 年 6 月供需报告、东兴证券研究所

**我国粮食价格稳中有降。**我国主粮价格稳中有降，特别是小麦价格高位回落明显。根据农业农村部发布的 2023 年 6 月中国农产品供需形势分析，我国玉米大豆产量稳中有升，进口依存度较高的大豆方面，美洲大豆存在丰产预期，预计全年主粮供应较为平稳。

**图38：国内粮食价格稳中有降 单位：元/吨**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**表4：中国农产品供需平衡表 单位：万吨**

6 月预测	玉米		大豆	
	22/23 年度估计	23/24 年度预测	22/23 年度估计	23/24 年度预测
播种/收获面积（千公顷）	43070	43470	10243	10443
产量	27720	28234	2029	2146
进口	1800	1750	9520	9422
消费	29051	29300	11287	11414
出口	1	1	15	15

6月预测	玉米	大豆
结余变化	468	139

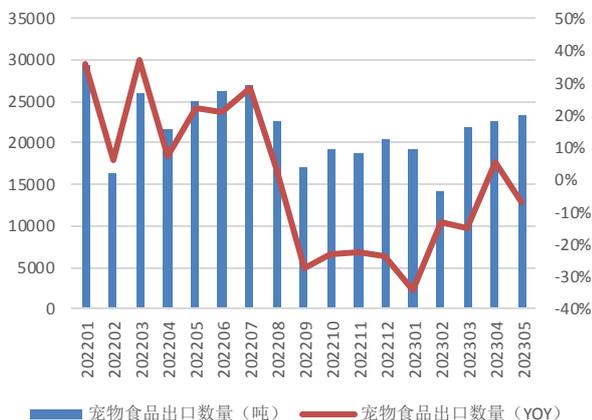
资料来源：中国农业信息网，东兴证券研究所

因此从行业基本面的来看，我国 23 年主粮供应预期稳定。全球粮食供应不确定因素仍存，厄尔尼诺现象已经出现并预期持续增强，后续对于全球粮食市场影响建议持续关注。

## 6. 宠物：宠企出口业务迎来拐点，持续看好国内市场国牌崛起

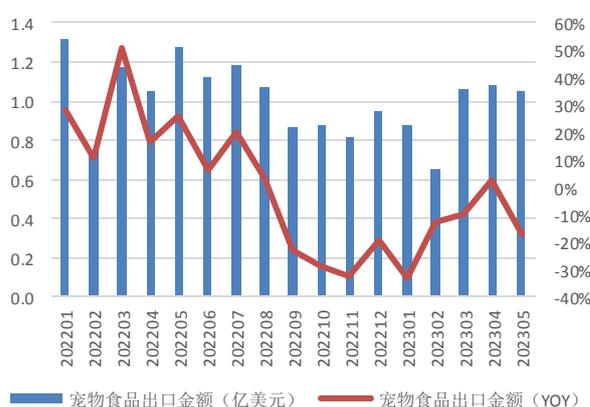
宠物企业出口业务迎拐点，汇兑助力海外增长。22 年下半年开始，由于物流恢复正常，下游客户降低库存水平，消化现有库存，导致宠物食品企业出口业务订单出现下滑。我们判断，目前库存调整已接近尾声，海关总署宠物食品出口数据显示，出口数量在 23 年 3 月以来环比明显提升，出口金额持续恢复，但由于 22 年 5 月基数较高，同比数据暂未转正。中宠股份近期公告表示，公司 4 月出口订单已经基本恢复，5 月出口订单已经实现正增长。

图39：宠物食品出口数量及 YOY



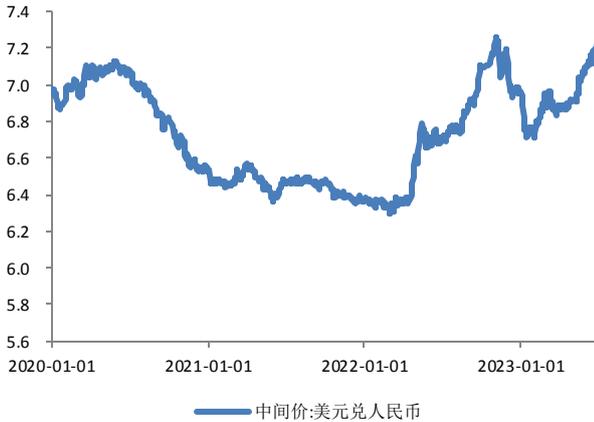
资料来源：海关总署，东兴证券研究所

图40：宠物食品出口金额及 YOY



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

美元升值带来宠企出口汇兑净收益，助力海外业务恢复。近期美元汇率持续走高，截止 23 年 6 月 29 日，美元兑人民币汇率中间价已升至 7.22 左右。人民币汇率的被动下跌对国内代工出口业务为主的宠企产生了较大利好。我们认为，海外客户库存消化完成订单恢复增长叠加汇率波动利好出口业务，宠物食品企业海外业务迎来拐点，看好企业业绩持续修复。

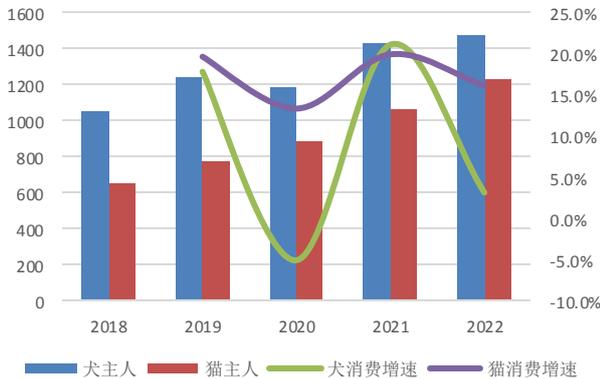
**图41：美元汇率持续走高**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所单位：

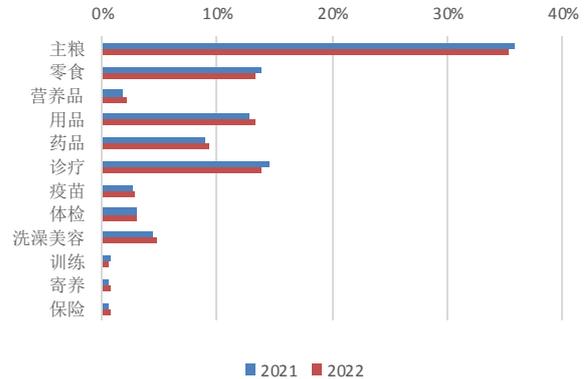
**图42：宠物食品企业盈利近两个季度承压**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

我国宠物市场维持稳健增长，猫用市场增速更快。2022年宠物行业白皮书数据显示，城镇宠物（犬猫）消费市场规模为2706亿元，较2021年增长8.7%，其中，犬用消费市场规模增长3.1%，猫用市场规模增速较快，同比增长16.1%。从消费结构来看，食品作为刚需消费仍占据最大比重，用品、药品和洗澡美容占比有明显增长，显示宠物消费的多元化趋势。

**图43：城镇宠物消费市场规模（亿元 %）**


资料来源：《中国宠物行业白皮书——2022年中国宠物消费报告》，发布机构：中国宠物行业白皮书、派读宠物行业大数据平台，东兴证券研究所

**图44：宠物（犬猫）消费结构变化**


资料来源：《中国宠物行业白皮书——2022年中国宠物消费报告》，发布机构：中国宠物行业白皮书、派读宠物行业大数据平台，东兴证券研究所

618 宠物消费表现亮眼，国产品牌崭露头角。在刚刚结束的618，天猫/淘宝、京东等线上渠道销售数据均表现亮眼。京东战报显示，6月17-18日京东宠物新用户同比增长超100%，京东宠物破百万爆品数量同比增长超2倍。天猫战报显示，618期间，天猫平台有57个宠物店铺销售额破千万，63个宠物品牌成交额破千万。

国产品牌崭露头角，把握细分需求占领市场。天猫618销售排行榜top10中的国产品牌麦富迪稳居第一，新上榜的鲜朗、诚实一口和蓝氏也均为国产品牌。其中诚实一口主打配方透明，自带产品检测报告和原料溯源，把握了消费者买的放心的消费需求；鲜朗则以低温烘焙粮为主要产品，主打鲜肉添加0肉粉和低温高营养概

念，把握了消费者希望宠物吃的健康的需求。国产品牌通过把握宠物食品细分需求崭露头角，品牌建设卓有成效。

表5：近年天猫宠物双十一及 618 品牌销售排行榜 top10

	2021 年双 11	2022 年双 11	2023 年 618
1	麦富迪	麦富迪	麦富迪
2	皇家	皇家	皇家
3	渴望	渴望	网易严选
4	爱肯拿	网易严选	渴望
5	卫仕	卫仕	鲜朗
6	Pidan	爱肯拿	诚实一口
7	凯锐思	Pidan	爱肯拿
8	ZIWI	Instinct	Instinct
9	网易严选	ZIWI	Legend Sandy (蓝氏)
10	耐威克	阿飞和巴弟	卫仕

资料来源：宠业家，天猫宠物，东兴证券研究所

我们认为，出口业务方面，海外客户库存消化完成订单恢复增长叠加汇率波动利好出口业务，宠物食品企业海外业务迎来拐点，看好企业业绩持续修复。国内业务方面，我们看好国内市场强劲增长动力和国产品牌的持续品牌树立，建议关注宠物食品公司中宠股份和佩蒂股份。此外，近日乖宝宠物 IPO 获批，未来上市也将提升板块关注度。

## 7. 风险提示

畜禽产品价格波动风险，产能去化不及预期，动物疫病风险，极端天气风险等。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	农林牧渔行业报告：假日需求对猪价提振有限，宠物 618 战绩亮眼	2023-06-27
行业普通报告	农林牧渔行业报告：仔猪价格下行去化有望加速，先正达上市过会	2023-06-20
行业普通报告	农林牧渔行业报告：仔猪价格下行去化有望加速，关注极端天气对种植影响	2023-06-13
行业普通报告	农林牧渔行业报告：养殖持续磨底，降雨影响小麦收割	2023-06-07
行业普通报告	农林牧渔行业报告：猪价磨底产能去化有望持续，关注宠物海外订单恢复	2023-05-31
行业普通报告	农林牧渔行业报告：4 月生猪产能去化持续，持续推荐生猪养殖	2023-05-23
行业普通报告	农林牧渔行业报告：猪价弱势产能去化有望持续，推荐养殖及后周期	2023-05-16
行业普通报告	农林牧渔行业报告：猪价持续弱势筑底，持续推荐养殖及后周期	2023-05-08
行业普通报告	农林牧渔行业报告：价格止跌不改产能去化，持续推荐生猪及后周期板块	2023-04-24
行业普通报告	农林牧渔行业：非瘟疫苗已提交应急评审，持续推荐生猪及后周期板块	2023-04-17
公司普通报告	牧原股份（002714）：出栏稳健增长，成本优势明显	2023-05-11
公司普通报告	牧原股份（002714）：Q2 业绩明显改善，成本优势不断夯实	2022-09-05
公司深度报告	科前生物（688526）：盈利明显恢复，研发实力持续夯实	2023-04-19
公司普通报告	科前生物（688526）：业绩端下滑明显，产品研发与渠道布局持续推进	2022-09-01
公司普通报告	海大集团（002311）：饲料逆势增长，养殖专业化能力提升	2023-04-27
公司普通报告	海大集团（002311）：饲料逆势增长，养殖扭亏为盈	2022-10-26
公司普通报告	隆平高科（000998）：Q1 盈利大幅提升，玉米种子景气高增	2023-05-11
公司普通报告	隆平高科（000998）：玉米种子量利齐升，转基因布局有望兑现	2022-08-26
公司普通报告	大北农（002385）：养殖低迷拖累短期业绩，持续推进主业和转基因业务发展	2022-08-16
公司普通报告	中宠股份（002891）：海外业务静待库存消化，国内市场持续高增可期	2023-04-21
公司普通报告	中宠股份（002891）：海外业务稳健，国内持续主粮布局	2022-10-28
公司普通报告	佩蒂股份（300673）：海外库存待消化，国内自主品牌持续发力	2023-04-27
公司普通报告	佩蒂股份（300673）：海内外业务双轮驱动，汇兑收益助力业绩高增	2022-10-26

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017年加入东兴证券研究所，现任农林牧渔行业分析师，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526