

背靠周期，把握优质成长标的

——2021年农林牧渔行业中期策略报告

核心观点：

- **年初至今农业板块弱于沪深 300，动保表现突出** 年初至 6 月 4 日农林牧渔板块-2.7%，同期沪深 300 上涨 0.33%，跑输市场整体表现。在中万行业分类中排名靠后。受益于养殖后周期逻辑、糖价上行等因素，动物保健(+20%)、农产品加工板块(+4.6%)涨幅较大；由于猪周期下行，以生猪养殖为主的企业跌幅较大，饲料、畜禽养殖板块-7.8%、-16.2%。
- **畜禽养殖：周期下行大势所趋，短期上行或可把握** 猪周期处下行过程中，但年内存季节性变化规律。我们认为 21Q3 生猪均价或呈上行状态，Q4 处相对高位并震荡。个股方面我们认为即便周期下行，出栏量实现超高增速时，叠加成本控制领先优势，公司成长属性将盖过周期属性。我们正视猪周期下行的事实，但也关注其中存在的成长逻辑。黄鸡方面商品代雏鸡亏损中，且销量低于近三年水平，一定程度上反应短期养殖积极性下降，维持价格均值回归带来业绩增量的逻辑。
- **养殖后周期：在下游产能增长红利中优选个股** 以下游生猪产能逐步回升、规模化提升为基础逻辑，1) 饲料销量同步高增长，叠加行业集中度提升，利好具备产业链优势、产能扩张优势的头部企业；2) 动保经历 19 年行业低谷后逐步恢复，21Q1ROE 创五年新高，21 年疫苗企业将保持高增长、高盈利状态，优选具备产品优势的企业。
- **宠物行业：把握食品赛道，掘金行业成长红利** 基于人口老龄化、单身人士增加等社会结构变化以及养宠精细化等消费模式变化，叠加宠物行业中宠物食品占据半壁江山，我们认为国内宠物食品行业处于成长期，国内市场增量可期。建议关注国内市场优先发力且潜力可期的企业。
- **种植业：玉米价格高位震荡，转基因催化种业** 玉米饲用需求提升，但部分受配方性价比优化而压制。进口量持续高位。我们认为玉米供需格局继续保持紧平衡状态，产需缺口存收窄可能，玉米价格维持高位震荡格局。部分转基因品种获得生物安全证书，持续关注商业化政策推进。
- **投资建议** 下行周期中成本控制与出栏高增长为核心，建议关注牧原股份；黄羽鸡价格存均值回归，可关注华东龙头立华股份。后周期方面关注产能扩张、供应链优秀的饲料龙头海大集团；动保优选具优势产品的企业，建议关注科前生物、中牧股份等。宠物行业把握国内业务高增长的中宠股份。种植业方面关注主营恢复前列、转基因储备丰富的个股。

证券代码	证券简称	收盘价	EPS-21E	EPS-22E	PE-21	PE-22
002311	海大集团	80.19	1.99	2.32	40	35
002714	牧原股份	67.8	10.12	8.3	7	8
300761	立华股份	34.77	3.2	4.35	11	8
600195	中牧股份	11.85	0.53	0.73	22	16

- **风险提示** 猪价不达预期的风险，疫病的风险，原料价格波动的风险等。

农林牧渔行业

推荐 (维持评级)

分析师

谢芝优

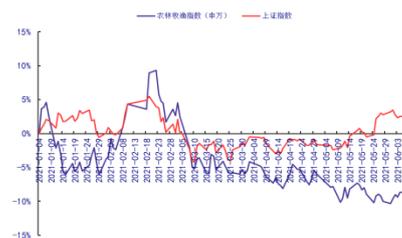
☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

行业数据

2021-06-04



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

投资概要：

研究框架及主要结论：

本报告包含六个主要部分。一是回顾年初至今农业板块内子行业、个股涨跌情况。二是对当下以及未来猪价的想法，提出周期下行中的企业关注点；另外强调黄鸡价格均值回归逻辑。三是梳理养殖后周期大逻辑基础，并对饲料以及动物疫苗行业进行分析。四是梳理宠物行业规模结构，梳理潜在机会。五是分析玉米行业供需关系及价格走势，跟踪转基因品种进展以及种业企业发展状态。最后总结农业行业投资机会。

我们与市场不同的观点：

市场认为在猪周期下行过程中农业领域投资机会稀缺，但我们研究发现龙头企业存在穿越周期的可能，猪价在下行周期中波段反弹时，个股会有相应的表现。此外，后周期领域的业绩修复、集中度提升等逻辑亦带来部分预期差；宠物行业代表新消费品的成长逻辑；种植业在粮食涨价、转基因概念推进下受到关注。

投资策略：

1) 在畜禽养殖方面，目前我国生猪养殖行业处于供给恢复、周期下行阶段，成本控制与出栏高增长成为行业竞争核心，建议继续关注牧原股份；黄羽鸡价格存在均值回归现象，推荐关注华东黄羽鸡龙头立华股份。2) 在后周期方面，基于下游生猪产能逐步回升的基础逻辑，建议关注饲料板块龙头海大集团，公司依托内生的管理与供应链优势实现饲料业务产能扩张、市占率提升，同时构建种苗、动保、技术服务等多方位协同的产业链优势，实现多业务同增长态势，逐步强化公司核心竞争力。动物疫苗企业受益于规模化提升带来产品渗透率提升，优选具备核心优势产品的疫苗企业，建议关注科前生物、普莱柯、中牧股份等。3) 基于人口老龄化、单身人士增加等社会结构变化以及宠养精细化等消费模式变化，叠加宠物行业中宠物食品占据半壁江山，我们认为国内宠物食品行业处于成长期，国内市场增量可期。建议关注国内市场发力中的中宠股份。4) 因玉米等相关粮食产品价格上涨，种企业绩好转，市场对种植业关注度提升。叠加部分转基因品种获得生物安全证书，后续商业化政策及进展受到关注。建议关注隆平高科、登海种业、苏垦农发等。

行业表现的催化剂

猪价、黄鸡价格上行，生猪存栏逐步回升，国货宠物品牌市场认可度提升，转基因玉米商业化进展加速等。

主要风险因素：

猪价不达预期的风险，疫病的风险，原材料价格波动的风险，新冠肺炎疫情带来的风险等。

目 录

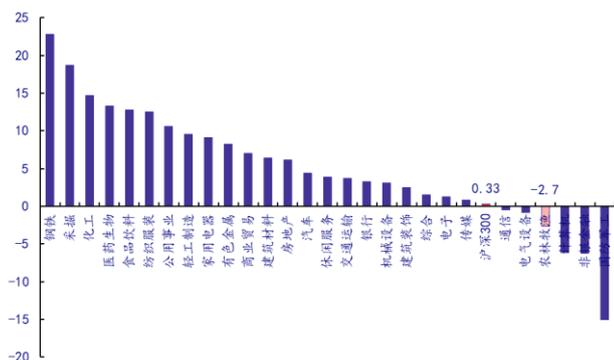
一、年初至今农业板块弱于沪深 300，动保表现突出.....	1
二、畜禽养殖：周期下行大势所趋，短期上行或可把握.....	2
（一）猪价 H2 或上行震荡，关注成长逻辑.....	2
（二）黄羽鸡存恢复性行情，具备安全边际.....	4
三、养殖后周期：在下游产能增长红利中优选个股.....	6
（一）下游生猪产能恢复中，规模化与效率双升.....	6
（二）饲料：享后周期红利，龙头优势凸显.....	8
（三）疫苗：“蛋糕”在变大，优选核心产品.....	9
四、宠物行业：把握食品赛道，掘金行业成长红利.....	10
（一）我国宠物数量及单宠消费呈双升趋势.....	10
（二）宠食赛道优势显著，主粮为基，零食为辅.....	12
五、种植业：玉米价格高位震荡，转基因催化种业.....	14
（一）玉米供需紧平衡，价格维持高位震荡.....	14
（二）转基因品种推进中，种企业绩正好转.....	16
六、投资建议.....	17
七、风险提示.....	18

一、年初至今农业板块弱于沪深300，动保表现突出

年初至6月4日，农林牧渔板块整体下跌2.7%，同期沪深300上涨0.33%，跑输市场整体表现。在申万28个一级行业分类中，排名靠后。对比农林牧月内各子行业，受益于养殖后周期逻辑、糖价上行等因素，动物保健、农产品加工板块涨幅较大，分别为+19.9%、+4.59%；由于猪周期处于下行过程中，猪价跌幅较大，目前处于亏损区间，以生猪养殖为主业的企业跌幅较大，如饲料、畜禽养殖板块-7.76%、-16.21%。

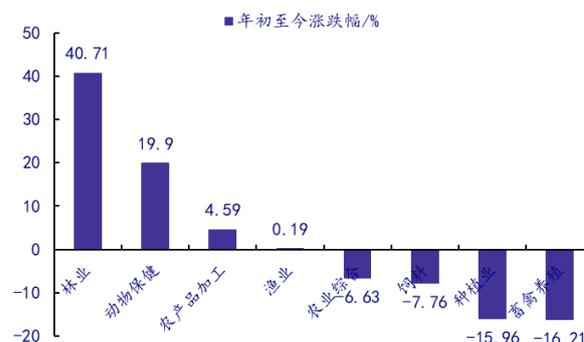
个股方面，动物疫苗相关个股涨幅前列，包括瑞普生物、回盛生物，分别上涨+114.28%、+77.89%。跌幅前十的个股中，主要包括生猪养殖企业、食用菌生产企业，价格层面因素使得公司业绩受到扰动，其中东瑞股份-33.25%、新希望-32.95%、众兴菌业-30.38%、雪榕生物-29.22%、万辰生物-28.75%、天邦股份-28.54%。

图1：21年初至6月4日农林牧渔-2.7%，低于沪深300



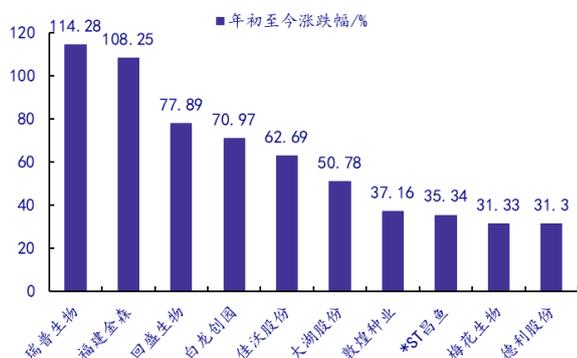
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：21年初至6月4日农林牧渔子行业涨跌幅情况



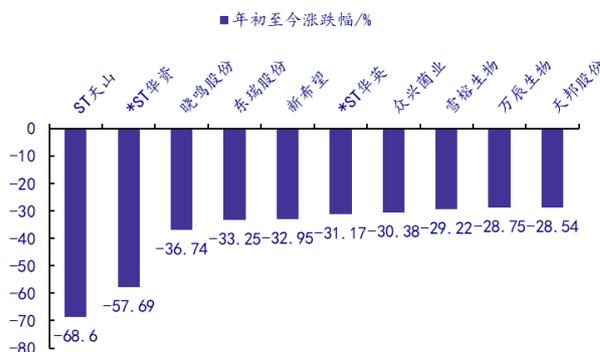
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：21年初至6月4日农林牧渔涨幅前十个股



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：21年初至6月4日农林牧渔跌幅前十个股



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、畜禽养殖：周期下行大势所趋，短期上行或可把握

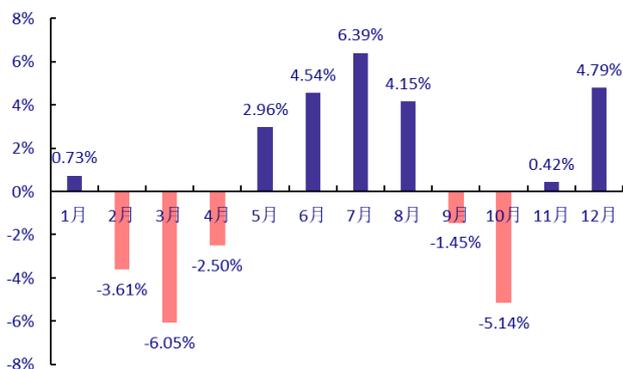
（一）猪价 H2 或上行震荡，关注成长逻辑

猪周期处下行过程中，但年内存季节性变化规律。自 2019 年 11 月初我国生猪均价达到本轮周期高点 (40.98 元/kg)，之后分别于 20 年 2 月、20 年 7 月、21 年 1 月达到阶段性高点，对应价格分别为 38.32 元/kg、37.67 元/kg、36.34 元/kg。整体来看，21 年 3 月底之前，我国生猪价格处于高位震荡区间，具备可观的盈利空间；其中自繁自养养殖利润均处于 1000 元/头以上。在此之后，猪价下行趋势加速，利润空间被压缩，外购仔猪养殖利润亏损已接近三个月，目前头均亏损近千元，整体市场均比较悲观。

我们认为即便猪周期整体处于下行区间，年内的季节性供需变化依旧带来猪价的波动性。我们统计历史猪价走势发现，一般来说每年的 6-8 月猪价呈环比增长态势。其内生因素包括供需两个角度，供给端来看年末年初恰逢冬季疫病高发期，仔猪存活率等受到影响，正好作用到 6 个月以后的生猪出栏；20 年末我国非瘟疫情再次高发，一定程度上影响生猪供给端。需求端来看，经历春节后消费淡季的 Q2，随着端午节到来，需求端有整体的恢复趋势。两相作用，形成生猪 Q3 供需紧平衡的状态，利好价格上行。

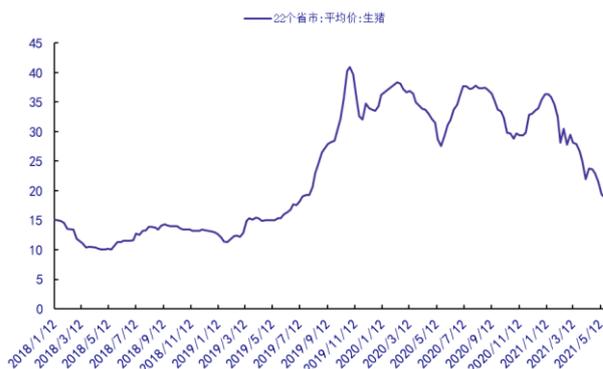
存栏量持续恢复中，静待周期底部出现。根据农业部统计数据，21 年 4 月我国能繁母猪存栏环比为+1.1%，同比+23%。根据中国政府网数据，21 年 3 月生猪存栏为 4.16 亿头，能繁母猪存栏 4318 万头，存栏基本接近正常年份水平。同时规模猪场加速发展，从 20 年初的 16.1 万家增加到目前的 18 万家，规模化程度逐步提升中。供给端增加存在惯性，需要时间消化，也就是周期存在的理由。在供给增加的过程中，也就在酝酿新一轮的周期。

图 5：我国生猪价格月度环比走势呈季节性变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：2018 年至今我国生猪价格走势情况



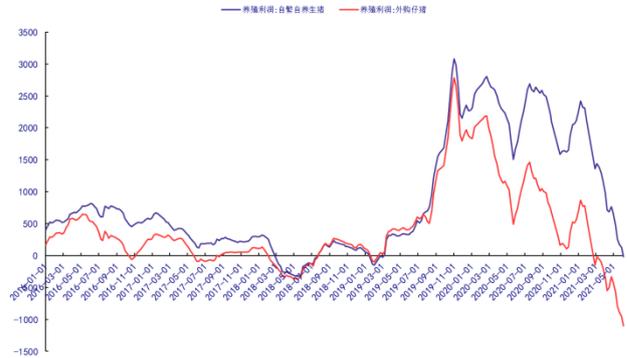
资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

图 7：能繁母猪存栏环比情况



资料来源：农业部，中国政府网，中国银河证券研究院

图 8：外购仔猪养殖自 21 年 2 月底开始亏损，自繁自养从 6 月开始亏损



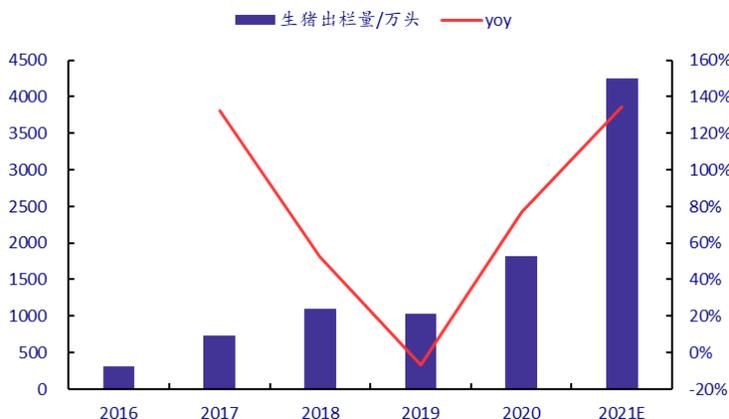
资料来源：博亚和讯，中国银河证券研究院

基于当前情况的判断，我们认为 21 年 Q3 生猪均价或将呈上行状态，Q4 处相对高位并震荡。从个股层面来看，我们强调跟踪养殖企业月度生猪出栏情况以及成本控制情况，这两点是养殖企业内部管理能力、产能效率、供应链管理等多方面的综合体现。

周期股投资呈现大起大落的状态，但如果在周期趋势中加入成长属性，那将减少原有的起落差距并呈现长期趋势上行状态，牧原股份是典型的例子。2017 年是上轮猪周期下行阶段，同期猪价下行，且年内外购仔猪养殖利润亏损近三个月；牧原股份 17 年出栏 723.74 万头，同比+132.42%，实现归母净利润 23.66 亿元，同比+1.88%。这一年，牧原股份将以量补价变成现实，同期牧原股价表现强势。

我们认为即便周期下行，出栏量实现超高增速时，同时叠加成本控制领先优势，公司成长属性将盖过周期属性。总结来说，我们正视猪周期下行的事实，但也关注其中存在的成长逻辑，建议关注牧原股份。

图 9：2016-21E 牧原股份生猪出栏量及增速情况



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

表 1: 部分养殖企业生产性生物资产变动情况

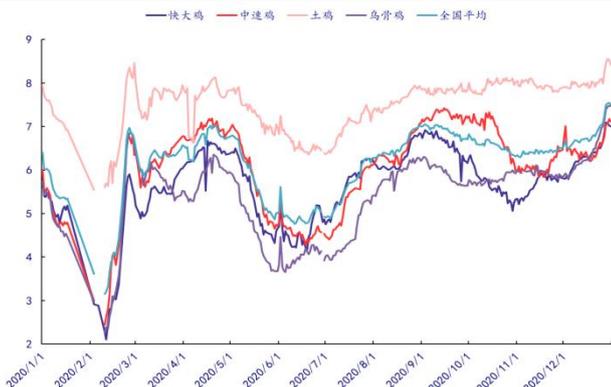
代码	企业名称	生产性生物资产 (单位: 亿元)				
		20Q1 末	20 年末	21Q1 末	21Q1 末环比	21Q1 末同比
002714.SZ	牧原股份	47.99	74.42	80.69	8.43%	68.14%
002157.SZ	正邦科技	51.95	91.06	82.73	-9.15%	59.25%
300498.SZ	温氏股份	41.87	92.26	88.31	-4.28%	110.91%
000876.SZ	新希望	39.03	118.00	110.10	-6.69%	182.09%
002124.SZ	天邦股份	14.38	25.91	17.89	-30.95%	24.41%
002100.SZ	天康生物	2.12	3.52	3.11	-11.49%	46.86%
603363.SH	傲农生物	3.29	12.23	13.70	12.02%	316.54%
002567.SZ	唐人神	1.85	3.63	4.37	20.36%	136.49%
002548.SZ	金新农	0.83	3.63	3.55	-2.39%	326.78%

数据来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

(二) 黄羽鸡存恢复性行情, 具备安全边际

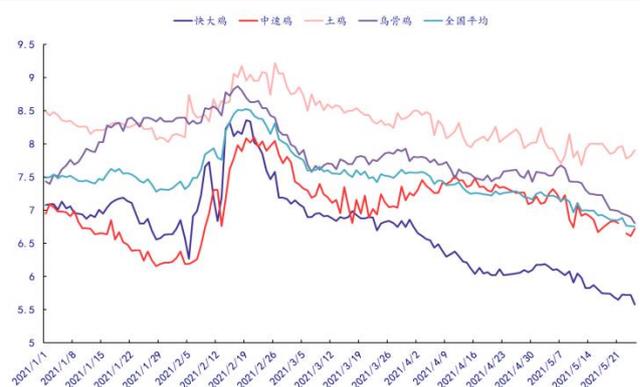
根据新牧网数据, 2021 年 5 月 25 日快大鸡、中速鸡价格为 5.58 元/kg、6.72 元/kg, 比 4 月底价格-8.52%、-5.62%。自从 2 月创下阶段性高点以来, 黄羽鸡各品类价格均呈现震荡下行趋势。除黄羽鸡自身在 Q2 是淡季这个原因以外, 一定程度上亦受到猪价下行的影响。

图 10: 2020 年我国黄羽鸡价格走势 (元/斤)



资料来源: 新牧网, 中国银河证券研究院

图 11: 2021 年年初至今黄羽鸡价格走势 (元/斤)



资料来源: 新牧网, 中国银河证券研究院

供给端情况。从养殖产业链来看, 商品代雏鸡售价自 21 年 3 月 22 日这周开始跌破成本线, 平均亏损 0.1 元/只。同期商品代雏鸡销量低于近三年水平, 这两点一定程度上反应短期黄鸡养殖市场的积极性下降。商品代雏鸡基本对应两个月以后的商品代毛鸡供给。随着 Q3 需求端的好转, 黄鸡价格呈现上行趋势, Q4 或呈现震荡状态。

图 12: 我国部分商品代肉雏鸡均价走势



资料来源: 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

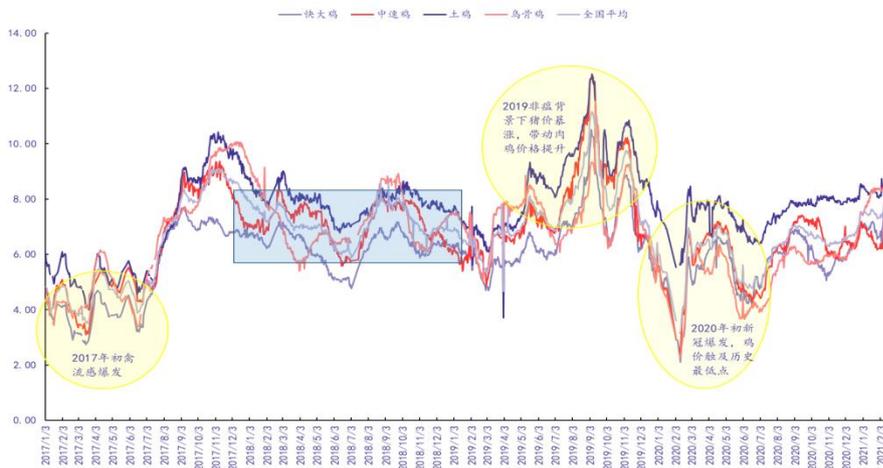
图 13: 我国部分父母代场商品代肉雏鸡销量走势



资料来源: 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

价格回归均值。相比于猪周期，肉禽养殖周期短，周期变化更快，且更受疫情、政策变化的影响。我们回溯了之前年份的黄羽鸡全国均价情况，17 年受禽流感影响，价格探到阶段最底部，全年均价在 6.77 元/斤。2018 年鸡价在正常价格区间波动（6-8 元/斤），全年均价约 7.12 元/斤。19 年受猪周期影响鸡价持续高位，保持 6% 的增速。但随着产能快速扩张，叠加 20 年新冠疫情影响，20 年鸡价下跌幅度历史之最（幅度达 18.33%），全年均价约 6.15 元/斤。我们认为新冠、禽流感等疫情带来的极端行情会被修复，比如 17、18 年的情况；21 年会是价格恢复正常区间的时期，预计带来 15% 左右的价格上涨。

图 14: 2017 年至今黄羽鸡价格走势情况（元/斤）



资料来源: 新牧网, 中国银河证券研究院

行业成本上移。受饲料原材料价格上涨的影响，饲料普遍提价，整体畜禽养殖成本上移。根据农业部数据，我们测算 21 年至今玉米现货均价约 2900 元/吨，比 20 年均价+30%；大豆现货均价约 3700 元/吨，比 20 年均价+23%。价格的大幅上涨倒逼企业在不影响效率的前提下改变饲料配比，以缓解价格大幅上行，但行业养殖成本均值上移不可避免，我们估算完全成本每斤增加 5 毛以上。

在行业成本整体上移的情况下，成本控制优势显著的企业更值得被关注。一方面是因为公司隐形实力（管理能力、流程管控、供应链支撑等）得到体现，另一方面行业成本抬升会作用到销售价格底线被抬升，利好成本有优势的企业在这个过程中的利润体现。我们建议关注华东区黄鸡龙头立华股份。

图 15：21 年初至今我国玉米现货均价约 2900 元/吨



资料来源：农业部，中国银河证券研究院

图 16：21 年初至今我国大豆现货均价约 3700 元/吨



资料来源：农业部，中国银河证券研究院

三、养殖后周期：在下游产能增长红利中优选个股

（一）下游生猪产能恢复中，规模化与效率双升

养殖后周期行业主要包括动物疫苗、饲料两个子行业，显性受益于下游生猪养殖产能恢复，隐性受益于规模化程度提升、养殖效率提升等。

下游生猪产能逐步恢复。根据中国政府网统计，21 年 3 月末我国生猪存栏达 4.16 亿头，能繁母猪存栏达 4318 万头。农业部方面显示 4 月我国能繁母猪存栏环比+1.1%，同比+23%，相当于 2017 年年末的 97.6%；生猪存栏已基本接近正常年份水平。从上述公开数据来看，生猪产能恢复良好，未来供给呈逐步增长态势。

图 17：21 年 3 月末我国生猪存栏 4.16 亿头



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

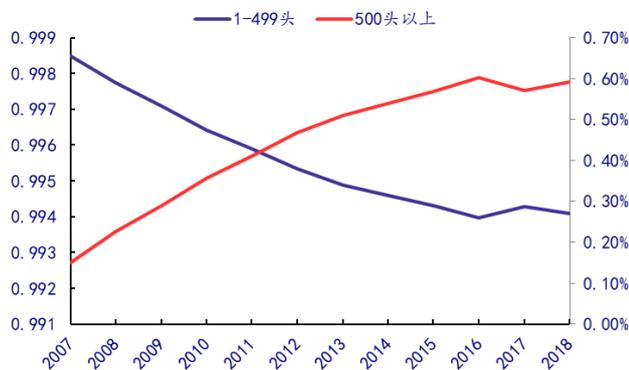
图 18：21 年 3 月末我国能繁母猪存栏 4318 万头



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

规模化程度加速提升中。农业部公告中提到我国规模猪场自 20 年年初的 16.1 万家增加到目前的 18 万家，规模猪场新生仔猪数同比+58.8%。纵向来看，2007-18 年间，年出栏 500 头以上养殖户占比呈趋势上行状态。但横向对比来看，我国生猪养殖规模化程度远低于国际水平，18 年俄罗斯小型猪场产能占比约 15%，美国 500 头以下猪场产能占比仅 3%。除我国养殖规模总量大这个因素以外，我们认为我国畜禽养殖工业化水平亦处于成长阶段，规模化提升需要一个过程，也是一个必然趋势。

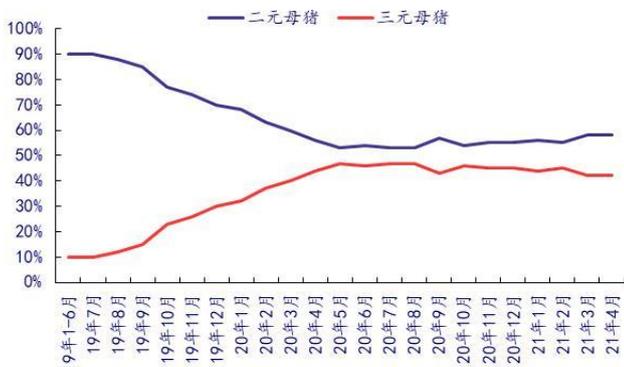
图 19：2007-18 年我国生猪饲养规模化情况



资料来源：中国畜牧业年鉴，中国银河证券研究院

疫情后效率提升中。本轮非瘟疫情对生猪产能影响巨大，期间部分养殖户使用三元母猪替代二元母猪，以实现出栏保持/增长。根据涌益咨询统计，21 年 4 月二元、三元母猪比例为 58: 42。根据农业部统计，4 月规模场淘汰母猪量环比+18%，同比+96%，逐步用高产母猪替代低产母猪，意味着效率提升带动产能增量加速。

图 20：21 年 4 月二元、三元母猪比例为 58: 42



资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

图 21：二元、三元母猪效率对比

指标	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
乳猪成活率 (断奶前)	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
最高胎龄	8胎	3胎
当下平均胎龄	7.5	1.5
PSY	21	14
非瘟成活率	87%	87%

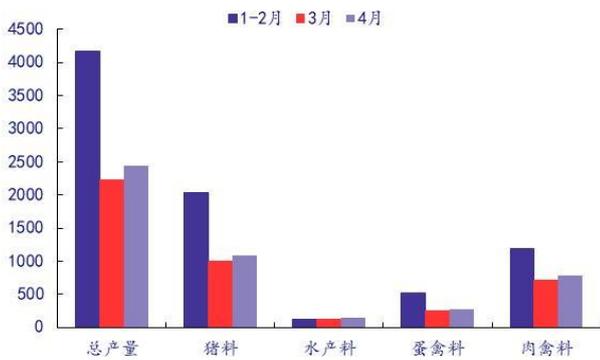
资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

（二）饲料：享后周期红利，龙头优势凸显

饲料增长显著，内部结构分化。2021年1-4月我国饲料总产量8846万吨，同比+20.1%；其中猪料产量4117万吨（占比46.54%），同比+74.2%，是饲料结构中增速最快的子领域，受益于上文所述的下游生猪存栏回升逻辑。其余品类均有不同程度的下行，尤其是禽类相关饲料，表明行业去产能过程中。

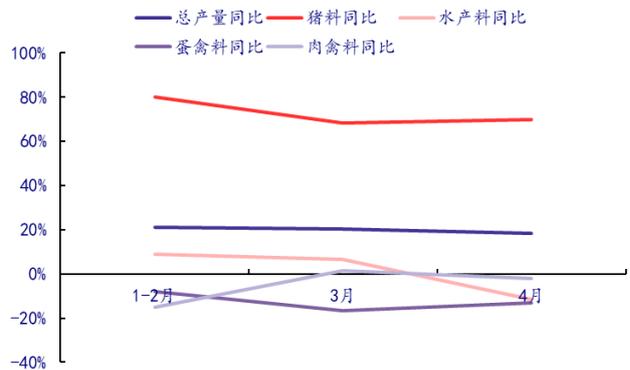
玉米、豆粕涨价带动饲料价格提升。2021年1-4月育肥猪、肉大鸡、鲤鱼成鱼配合料均价为3440、3460、4670元/吨，同比分别+14.6%、+14.4%、+6.3%。饲料企业通过涨价行为转嫁成本至下游。在这个涨价过程中，如果饲料企业能保持饲料毛利率稳定/上行，背后涉及到配方科学调整、供应链优势等多方面，那么饲料吨毛利额将大幅增长，并在同业竞争中脱颖而出。

图 22：2021 年 1-4 月我国饲料总产量 8846 万吨



资料来源：中国饲料工业协会，中国银河证券研究院

图 23：2021 年 1-4 月猪料同比高增长

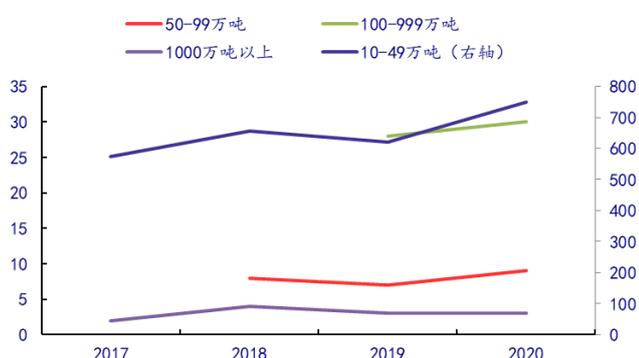


资料来源：中国饲料工业协会，中国银河证券研究院

饲料行业集中度加速提升，龙头优势显著。在原材料大幅涨价的背景下，饲料行业格局持续发生变化，龙头企业具备配方研发优势、供应链优势、规模优势等，在成本控制、利润保持、区域扩张等方面具备先发优势，从而实现规模的持续扩张，市占率进一步提升。根据饲料工业协会统计，2020年年产百万吨以上规模饲料企业33家（同比+2家），占全国饲料总产量的54.6%（同比+4.1pct），其中有3家年产量超1000万吨。

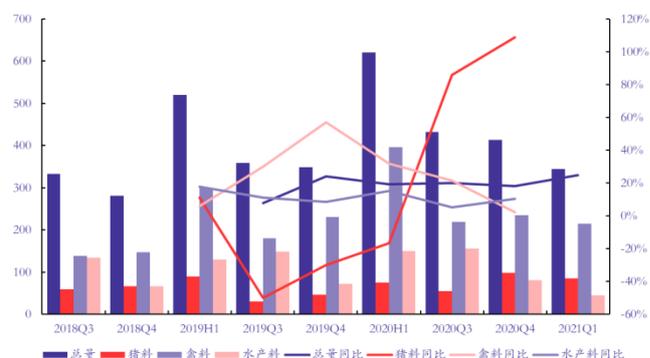
未来，随着下游规模化程度的逐步提升，饲料行业竞争将进一步加剧，对饲料企业隐性能力（管理、效率、协同等）的考验将更加极致，也意味着行业集中度将进一步提升，呈现强者愈强状态。我们建议关注饲料龙头海大集团，公司依托内生的管理与供应链优势实现饲料业务销量高增长、利润贡献增长显著，同时构建种苗、动保、技术服务等多方位协同的产业链优势，实现多业务同增长态势，逐步强化公司核心竞争力。

图 24：2017-20 年不同规模饲料企业数量变化



资料来源：中国饲料工业协会，中国银河证券研究院

图 25：2018-21Q1 海大集团饲料销售及增长情况



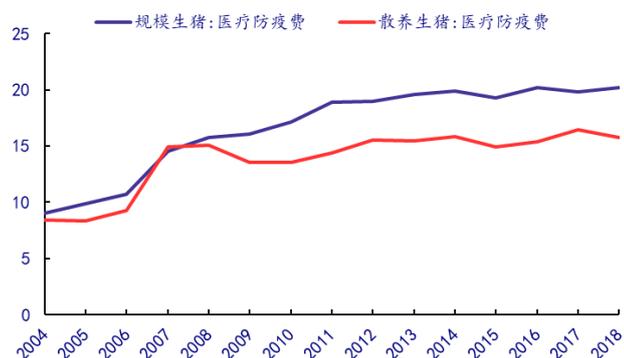
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 疫苗：“蛋糕”在变大，优选核心产品

从行业结构来说，动物疫苗属于畜禽养殖后周期行业，主要受益于下游畜禽养殖存栏回升、规模化提升带动渗透率提升这两个逻辑。历史数据表明规模化养殖在医疗防疫费上的花费高于散养模式，2018 年对应数据为 20.21 元/头、15.75 元/头，相差 4.46 元/头。在规模化提升的大背景下，疫苗销量亦将随之提升。大逻辑可以总结为，疫苗规模的“蛋糕”在现有基础上的变大。

2019 年动物疫苗行业经历低谷，收入负增长；20 年开始恢复，21Q1 增速创新高达 26.21%。21Q1 动保行业 ROE 为 3.87%，为同期近五年的最高点；行业销售净利率回升至 20% 以上，经历 9 个季度的低谷重回相对高位。我们认为 21 年疫苗企业将保持高增长、高盈利状态。

图 26：2018 年规模/散养生猪头均医疗防疫费 20.2/15.8 元



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，中国银河证券研究院

图 27：2014-21Q1 动物保健行业收入增长变动情况

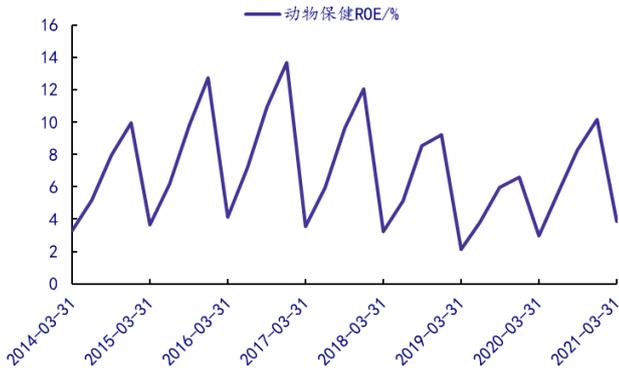


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

动物疫苗主要包括猪用、禽用疫苗；其中禽苗增速受下游肉禽养殖产能去化影响，整体增长承压，而猪苗将享受“蛋糕”变大的红利。在猪苗产品结构中，价格趋势、产品定位、毒株

差异、竞争情况等均决定了企业间的产品销量及盈利能力。在非瘟常态化背景下，养殖企业注重猪瘟、伪狂犬、腹泻等相关疫病的防控。科前生物在猪伪狂犬疫苗、腹泻疫苗领域具备毒株优势、质量优势等，在行业集中度提升的背景下公司有能力实现市占率和规模的提升，且具备较强的议价能力。21Q1 公司收入、利润增速均达 82%，毛利率达 83.72%，远超行业均值。

图 28：2014-21Q1 动物保健行业 ROE 变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 29：2014-21Q1 动物保健行业销售净利率变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、宠物行业：把握食品赛道，掘金行业成长红利

（一）我国宠物数量及单宠消费呈双升趋势

据《2020 中国宠物行业白皮书》统计数据推算，2010-2020 我国宠物市场的年均复合增长率约为 30.88%。2020 年我国宠物市场规模达到 2065 亿元，同比+2.0%。其中犬消费市场规模占比 57.14%，达到 1180 亿元；猫消费市场规模占比 42.81%，达到 884 亿元。2019 年我国家庭宠物渗透率为 17%，显著低于美国的 68%、澳大利亚的 62%和英国的 45%。我国宠物行业处于规模较小、增速较快的初始成长阶段。

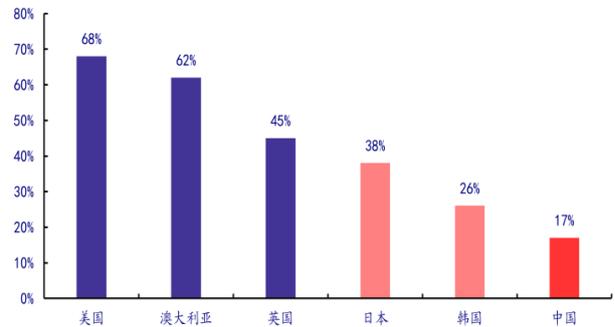
- 1) **社会需求变化引导宠物数量增长。**根据《2020 中国宠物行业白皮书》报告，2020 年全国城镇宠物犬猫数量已达到 10084 万只，比 2019 年增长 169 万只，增幅达到 1.7%。其中宠物犬只数为 5222 万只，同比-5.1%；宠物猫只数为 4862 万只，同比+10.2%。老年人渴望排遣孤独，年轻人需要消除寂寞，更多人需要宠物作为生活的伴侣和精神的寄托。随着人口老龄化、社会压力加剧和政策逐渐放宽，我们认为宠物数量仍会持续上升。
- 2) **养宠精细化带动单宠消费金额提升。**随着现阶段中国人思想观念的变化，宠物在中国家庭中的地位不断提高。其中最明显的表现是宠物的生活品质和饮食健康逐渐受到宠物主的重视。《中国宠物行业白皮书》统计显示，2019 年我国城镇人均单只宠物年消费达 5561 元，同比增长 545 元 (+10.9%)；其中狗、猫的年均消费分别为 6082 元/只、5902 元/只，约为美国的 68%和 81%。随着消费升级，宠物主往往愿意付高的价格以追求宠物产品的品质和丰富性。随着宠物相关产品的更新迭代和人们经济水平与可支配收入的提高，我们认为宠物主们会更有能力和意愿为宠物消费，单宠消费金额将保持上行趋势。

图 30: 2010-2020 年中国宠物市场规模和增长率变化 (右轴)



资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 31: 2019 年我国宠物渗透率处于较低水平



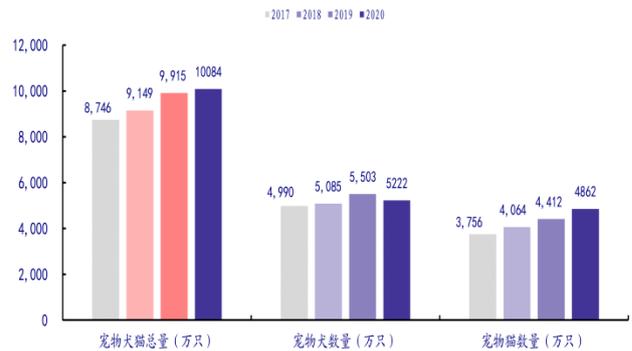
资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

图 32: 中国与全球、美国宠物行业规模对比



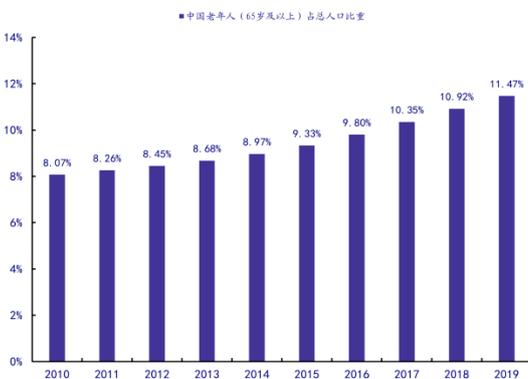
资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

图 33: 2017-2019 年城镇宠物犬猫总量呈上行趋势



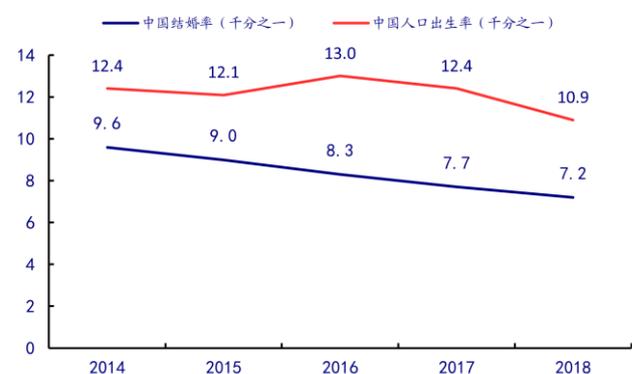
资料来源: 2019 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 34: 2010-19 年中国老年人口占总人口比例逐年上升



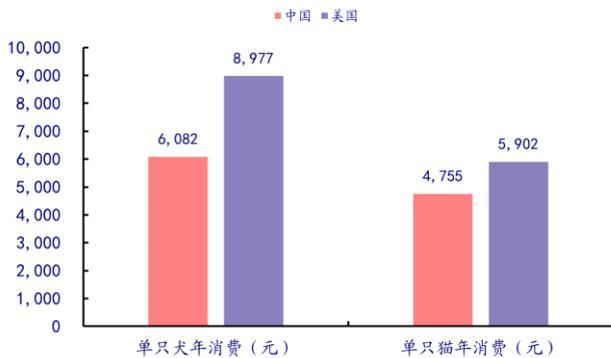
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 35: 中国结婚率、人口出生率近年来整体下降



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 36：2019 中国单只宠物年消费低于美国



资料来源: Investopedia, 宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 37：2017-19 中国城镇人均单只宠物年消费金额总体上升



资料来源: 宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

（二）宠食赛道优势显著，主粮为基，零食为辅

2020 年宠物食品、用品和服务的规模占比分别为 54.7%、23.2%、22.1%。从宠物消费结构看，宠物食品的购买是目前宠物主们最高的养宠支出。根据《中国宠物行业白皮书》的历年统计数据推算，2020 年宠物食品市场的整体规模已达到约 1129.56 亿元，2014 年至 2020 年的复合增长率约为 22.45%；其细分品类中，宠物干粮、宠物零食和宠物保健品 2020 年的支出金额分别为 741.34 亿元、367.57 亿元和 20.56 亿元。

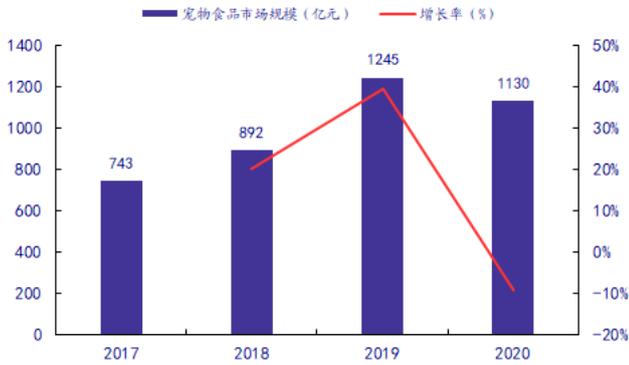
从宠物的生命周期和消费类目来看，宠物食品消费贯穿宠物整个生命周期，**高频刚需，赛道优势显著**。2019 年我国宠物零食渗透率为 79%，宠物干粮渗透率为 54.6%；相比于美国、日本宠物零食渗透率达 90%、73%，我们依旧具备显著的上行空间。

宠物干粮以优质国外品牌为主。宠物产业在发达国家已有一百多年历史，其中宠物食品市场已步入成熟阶段，整体格局较为稳定。玛氏、雀巢普纳瑞等企业在长期的市场竞争中，积累了品牌信任度和忠诚度。这些企业最先进入中国宠物食品市场，其宠物干粮产品尤其受消费者信赖，仅玛氏和雀巢普纳瑞在 2019 年就占领中国宠物干粮市场份额的 49%，基本包括全部的高端市场和大半中端市场。但同时亦表明巨头扎堆的宠物干粮是宠物食品中的核心赛道，在宠物干粮中具备一席之地是国产宠食企业树立品牌的基础与关键。

宠物零食行业集中度较低。根据测算，2020 年我国宠物零食市场规模约为 368 亿元，近三年复合增速为 37%，约占食品细分品类规模的 32.5%，且存在提升趋势。目前，我国仅有约 15% 的宠物零食市场份额被特定公司占据，其中只有玛氏一家国外公司。（本文中所提及的宠物零食亦包含宠物湿粮。）

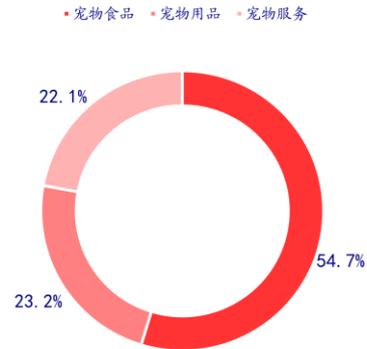
基于上述分析，我们认为国产品牌可以采取差异化竞争的策略，在进行主粮竞争的同时，实现零食突围。

图 38: 2017-20 年我国宠物食品规模及增速情况



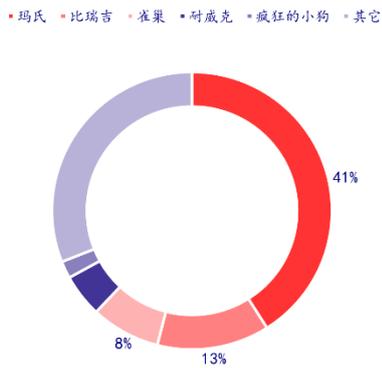
资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 39: 2020 年三大宠物行业类别中宠物食品占比最大



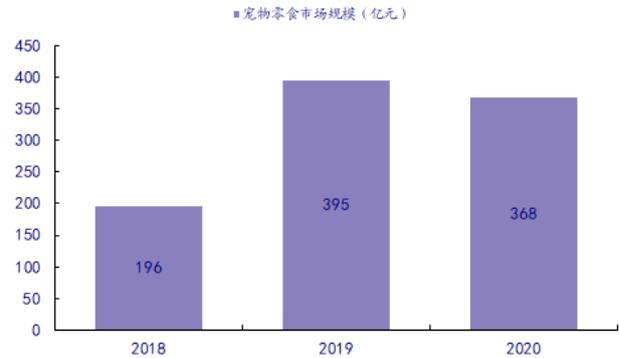
资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 40: 2019 年近半中国宠物干粮市场被国外品牌占领



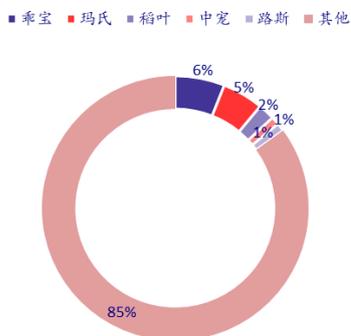
资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院

图 41: 2018-2020 年我国宠物零食市场规模情况



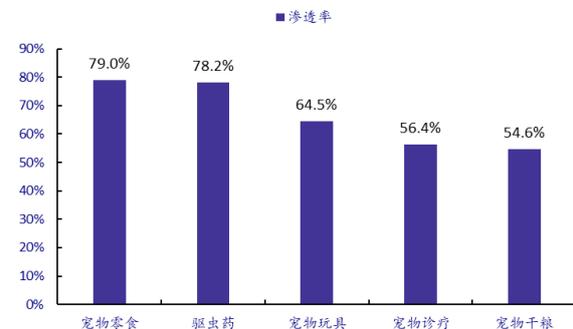
资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 42: 2019 年中国宠物零食市场集中度低



资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院

图 43: 2019 年中国宠物零食市场渗透率高



资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

表 2：宠物干粮市场主要竞争公司的产品价格

公司名称	旗下品牌	产品	犬食平均单价 (元/kg)	猫食平均单价 (元/kg)	类别
玛氏	皇家	犬粮	60	-	高端
	宝路	猫粮	36	30	中端
	伟嘉	犬粮	-	30	中端
雀巢	冠能	犬粮、猫粮	68	88	高端
	康多乐	犬粮	32.5	-	中端
	普瑞纳	犬粮	25.5	-	中端
	妙多乐	猫粮	-	23	中端
	喜跃	猫粮	-	30.5	中端
比瑞吉	比瑞吉	犬粮、猫粮	34	50	高端
	开饭乐	犬粮、猫粮	27.5	47.5	中端
	诺瑞	犬粮	30	-	中端
乖宝	麦富迪	犬粮	13.5	-	低端
	湿鼻子	犬粮	24	-	中端
耐威克	耐威克	犬粮、猫粮	20	30	中端
	嘉士伯	犬粮	21.5	-	中端
珍宝	珍宝	犬粮、猫粮	31	22	中端
	珍爱多	犬粮、猫粮	37.5	46	中端
中宠	Wanpy	犬粮、猫粮	27	34	中端
路斯	路斯	犬粮、猫粮	30	40	中端
疯狂的小狗	疯狂的小狗	犬粮、猫粮	15	17.3	低端

数据来源：各公司官方网站，淘宝网，中国银河证券研究院整理

五、种植业：玉米价格高位震荡，转基因催化种业

（一）玉米供需紧平衡，价格维持高位震荡

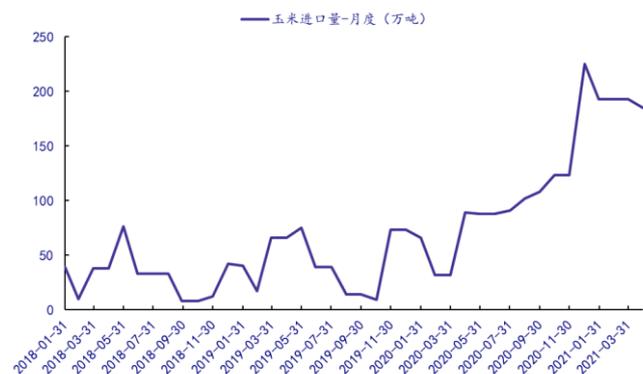
自 2016 年初国家对玉米收购政策调整开始，我国玉米行业开启供给侧改革。16 年至今玉米产量逐年递减，供需差额逐步扩大，期间消耗库存弥补差额，从而实现库存消费比的快速下降。根据中国汇易统计，2020 年我国玉米年产量降至 2.4 亿吨，年末库存为 1.13 亿吨，库存消费比降至 38.75%（自 2013 年以来的最低点）。

在玉米需求结构中，饲用消费占据半壁江山。上文提到饲料受益于养殖后周期，尤其是猪料呈高增长状态，进一步加剧对玉米需求的提升。但由于玉米价格上涨幅度大，饲料配方在持续变化中，以实现最优成本效用比。综合来看，饲料销量提升带动原材料玉米需求提升，但玉米价格过高一定程度上压制量的提升。

在玉米进口层面，据 20 年 8 月月度进口量突破 100 万吨，此后持续创新高。2021 年 4 月月度进口量为 185 万吨，同比+107.9%；1-4 月累计进口 764 万吨，同比+248.9%。农业部预计 20/21 年度我国玉米进口量达 2200 万吨。

我们认为玉米供需格局继续保持紧平衡状态，供需缺口存收窄可能，玉米价格维持高位震荡格局。

图 44: 2020 年 8 月我国玉米月度进口量突破 100 万吨, 之后持续创新高



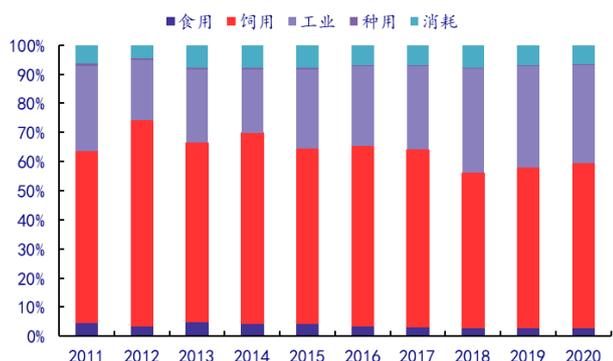
资料来源: 中国海关总署, 中国银河证券研究院

图 45: 21 年 5 月 27 日 CBOT 玉米期货价 664.5 美分/蒲式耳



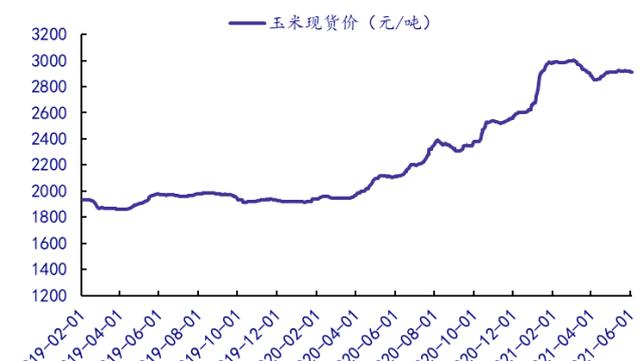
资料来源: CBOT, 中国银河证券研究院

图 46: 2020 年我国玉米中饲用、工业用占比 56.4%、33.6%, 同比+1.4pct、-1.2pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 47: 21 年 6 月 3 日我国玉米现货价为 2912.92 元/吨



资料来源: 农业部, 中国银河证券研究院

表 3: 我国玉米供需平衡表 (千吨)

年份	产量	进口量	总供给量	国内消费量	出口量	总消费量	产需差额	期末库存	年末库存/消费量
2010	153,290	979	187,373	163,508	110	163,618	-10,328	23,755	14.52
2011	167,010	5,230	195,995	163,460	91	163,551	3,459	32,444	19.84
2012	227,719	2,703	262,866	220,541	80	220,621	7,098	42,245	19.15
2013	203,080	3,276	248,601	163,890	22	163,912	39,168	84,689	51.67
2014	259,858	5,516	350,063	186,978	13	186,991	72,867	163,072	87.21
2015	269,368	3,174	435,614	198,975	4	198,979	70,389	236,635	118.92
2016	260,855	2,463	499,953	241,186	72	241,258	19,597	258,695	107.23

2017	257,600	3,467	519,762	281,021	19	281,040	-23,440	238,722	84.94
2018	245,952	4,483	489,157	303,522	18	303,540	-57,588	185,617	61.15
2019	241,064	7,596	434,277	294,066	12	294,078	-53,014	140,199	47.67
2020	238,967	25,000	404,166	291,295	6	291,301	-52,334	112,865	38.75

数据来源：中国汇易，中国银河证券研究院

（二）转基因品种推进中，种企业绩正好转

考虑到玉米供需格局变化、虫害因素等情况，转基因玉米等品种研究与商业化加速过程中。随着转基因玉米和大豆品种获批生物安全证书，国内更多作物品种或有望进入转基因商业化种植时代。

2020年1月，农业农村部公布《2019年农业转基因生物安全证书批准清单》，再次涵盖粮食作物品种，包括2个玉米品种和1个大豆品种，申报单位分别为大北农、杭州瑞丰&浙江大学、上海交通大学。

2020年7月，《2020年农业转基因生物安全证书批准清单》公布了大北农的1个玉米品种和中国农科院的1个大豆品种。

2021年1月-2月，大北农的2个玉米品种 DBN9936 和 DBN9858 继获得北方春玉米区的批准之后，又获得了黄淮海夏玉米区、西南玉米区、西北玉米区、南方玉米区的安全证书（生产应用）；转基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9501 获得在北方春玉米区生产应用的安全证书；转基因耐除草剂大豆 DBN9004 获得在北方春大豆区生产应用的安全证书。

不过，按照《农业转基因生物安全管理条例》、《中华人民共和国种子法》和《主要农作物品种审定办法》等法律法规规定，转基因玉米、大豆等品种获得转基因生物安全证书后，还要根据国家品种审定法规的规定，首先进行严格的区域试验和生产试验，达到标准才可获得品种审定证书；之后，相关种子企业还要通过严格审核才可获得转基因作物种子生产许可证和经营许可证，方可进行种子生产经营，进行商业化推广。目前相关法律法规仅涉及转基因棉花，转基因玉米、大豆等品种的审定、生产、经营、加工还需获得相关农业行政主管部门授予的行政许可，目前具体办法尚在制定中。国内转基因商业化进程，主要取决于后续相关政策的进展，建议密切跟踪相关政策及细则的出台。

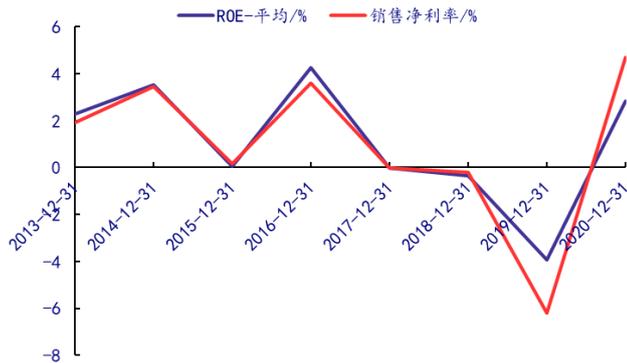
图 48：我国转基因推广审定流程



资料来源：《农业转基因生物安全管理条例》，《种子法》，中国银河证券研究院

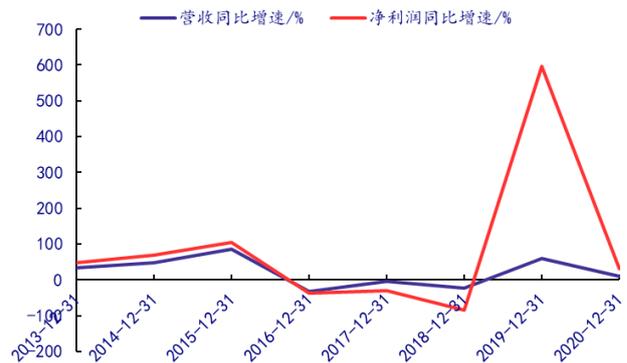
20 年种企 ROE 转正，行业或迎复苏。2020 年种企业绩触底回升，行业 ROE（平均）约为 2.83%，实现由负转正，种业行业迎来景气复苏迹象。受益于玉米等粮价大幅上涨、库存持续下行等因素，20 年种企销售情况回暖，行业营收和利润分别同比增长 10.68%、31.82%。从存货角度看，20 年末行业存货为 51.03 亿元，同比-10.72%，且为历史低位。另外，随着转基因研究及商业化的逐步推进，种子行业将迎来变革式的新发展。

图 49：2020 年种业企业 ROE 由负转正



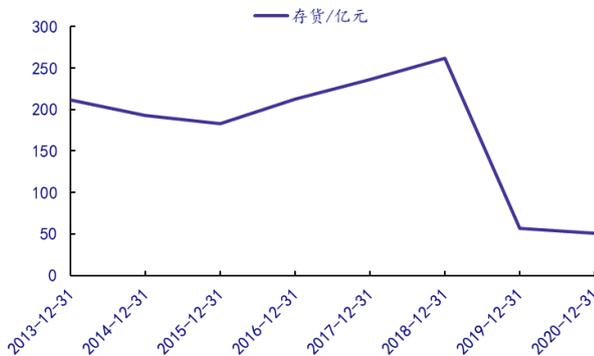
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 50：20 年种业企业收入、利润同比+11%、32%



资料来源：农业部，中国银河证券研究院

图 51：2020 年种子行业存货达历史低位（51 亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、投资建议

在畜禽养殖方面，目前我国生猪养殖行业处于供给恢复、周期下行阶段，成本控制与出栏高增长成为行业竞争核心，建议继续关注牧原股份；黄羽鸡价格存在均值回归现象，推荐关注华东黄羽鸡龙头立华股份。

在后周期方面，基于下游生猪产能逐步回升的基础逻辑，建议关注饲料板块龙头海大集团，公司依托内生的管理与供应链优势实现饲料业务产能扩张、市占率提升，同时构建种苗、动保、技术服务等多方位协同的产业链优势，实现多业务同增长态势，逐步强化公司核心竞争力。动物疫苗企业受益于规模化提升带来产品渗透率提升，优选具备核心优势产品的疫苗企业，建议

关注科前生物、普莱柯、中牧股份等。

基于人口老龄化、单身人士增加等社会结构变化以及养宠精细化等消费模式变化，叠加宠物行业中宠物食品占据半壁江山，我们认为国内宠物食品行业处于成长期，国内市场增量可期。建议关注国内市场发力中的中宠股份。

因玉米等相关粮食产品价格上涨，种企业绩好转，市场对种植业关注度提升。叠加部分转基因品种获得生物安全证书，后续商业化政策及进展受到关注。建议关注隆平高科、登海种业、苏垦农发等。

表 4：重点公司相关财务指标（收盘价为 2021 年 6 月 4 日，ROE 为 2021Q1 数据）

公司名称	代码	收盘价/ 元	EPS		PE		ROE
			2021E	2022E	2021E	2022E	
海大集团	002311.SZ	80.19	1.99	2.32	40	35	5.06
立华股份	300761.SZ	34.77	3.2	4.35	11	8	4.22
湘佳股份	002982.SZ	51	2.16	3.86	24	13	0.51
中牧股份	600195.SH	11.85	0.53	0.73	22	16	3.54
普莱柯	603566.SH	25.56	0.98	1.31	26	20	4.95
科前生物	688526.SH	39.31	1.37	1.8	29	22	6.05
生物股份	600201.SH	19.50	0.56	0.65	35	30	4.15
佩蒂股份	300673.SZ	36.55	1.06	1.53	34	24	1.44
中宠股份	002891.SZ	41.52	1.02	1.34	41	31	1.22
圣农发展	002299.SZ	25.62	1.46	2.09	18	12	0.84
隆平高科	000998.SZ	16.71	0.27	0.46	62	36	0.73
禾丰牧业	603609.SH	10.73	1.5	1.88	7	6	4.22
牧原股份	002714.SZ	67.8	10.12	8.3	7	8	12.78
天康生物	002100.SZ	10.07	2.04	1.9	5	5	4.71
新希望	000876.SZ	15.02	2.4	2.35	6	6	0.35
温氏股份	300498.SZ	14.49	1.18	1.06	12	14	1.18
正邦科技	002157.SZ	13.00	2.41	2.16	5	6	0.90
中粮糖业	600737.SH	9.77	0.49	0.63	20	16	2.18
北大荒	600598.SH	15.45	0.6	0.66	26	23	5.25

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

七、风险提示

新冠肺炎疫情带来的风险：尽管我国新冠肺炎疫情局势持续向好，公司生产经营活动已全面恢复正常，但是全球新冠肺炎疫情及防控情况尚存较大不确定性，若国内疫情出现反复，或国外疫情无法得到控制，可能会对相关公司业绩造成较大不利影响。

猪价不达预期的风险：若猪价低于预期，养殖企业利润将受到较大影响。

疫病的风险：若企业遭受非洲猪瘟病毒，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降；

另外，若发生类似于 H7N9 “禽流感”的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，严重损害养殖企业盈利。

原材料价格波动的风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

政策的风险：良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

自然灾害的风险：极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

插图目录

图 1: 21 年初至 6 月 4 日农林牧渔-2.7%，低于沪深 300.....	1
图 2: 21 年初至 6 月 4 日农林牧渔子行业涨跌幅情况.....	1
图 3: 21 年初至 6 月 4 日农林牧渔涨幅前十个股.....	1
图 4: 21 年初至 6 月 4 日农林牧渔跌幅前十个股.....	1
图 5: 我国生猪价格月度环比走势呈季节性变化.....	2
图 6: 2018 年至今我国生猪价格走势情况.....	2
图 7: 能繁母猪存栏环比情况.....	3
图 8: 外购仔猪养殖自 21 年 2 月底开始亏损，自繁自养从 6 月开始亏损.....	3
图 9: 2016-21E 牧原股份生猪出栏量及增速情况.....	3
图 10: 2020 年我国黄羽鸡价格走势（元/斤）.....	4
图 11: 2021 年年初至今黄羽鸡价格走势（元/斤）.....	4
图 12: 我国部分商品代肉雏鸡均价走势.....	5
图 13: 我国部分父母代场商品代肉雏鸡销量走势.....	5
图 14: 2017 年至今黄羽鸡价格走势情况（元/斤）.....	5
图 15: 21 年初至今我国玉米现货均价约 2900 元/吨.....	6
图 16: 21 年初至今我国大豆现货均价约 3700 元/吨.....	6
图 17: 21 年 3 月末我国生猪存栏 4.16 亿头.....	6
图 18: 21 年 3 月末我国能繁母猪存栏 4318 万头.....	6
图 19: 2007-18 年我国生猪饲养规模化情况.....	7
图 20: 21 年 4 月二元、三元母猪比例为 58: 42.....	7
图 21: 二元、三元母猪效率对比.....	7
图 22: 2021 年 1-4 月我国饲料总产量 8846 万吨.....	8
图 23: 2021 年 1-4 月猪料同比高增长.....	8
图 24: 2017-20 年不同规模饲料企业数量变化.....	9
图 25: 2018-21Q1 海大集团饲料销售及增长情况.....	9
图 26: 2018 年规模/散养生猪头均医疗防疫费 20.2/15.8 元.....	9
图 27: 2014-21Q1 动物保健行业收入增长变动情况.....	9
图 28: 2014-21Q1 动物保健行业 ROE 变动情况.....	10
图 29: 2014-21Q1 动物保健行业销售净利率变动情况.....	10
图 30: 2010-2020 年中国宠物市场规模和增长率变化（右轴）.....	11
图 31: 2019 年我国宠物渗透率处于较低水平.....	11
图 32: 中国与全球、美国宠物行业规模对比.....	11
图 33: 2017-2019 年城镇宠物犬猫总量呈上行趋势.....	11
图 34: 2010-19 年中国老年人口占总人口比例逐年上升.....	11
图 35: 中国结婚率、人口出生率近年来整体下降.....	11
图 36: 2019 中国单只宠物年消费低于美国.....	12
图 37: 2017-19 中国城镇人均单只宠物年消费金额总体上升.....	12
图 38: 2017-20 年我国宠物食品规模及增速情况.....	13
图 39: 2020 年三大宠物行业类别中宠物食品占比最大.....	13

图 40: 2019 年近半中国宠物干粮市场被国外品牌占领	13
图 41: 2018-2020 年我国宠物零食市场规模情况	13
图 42: 2019 年中国宠物零食市场集中度低	13
图 43: 2019 年中国宠物零食市场渗透率高	13
图 44: 2020 年 8 月我国玉米月度进口量突破 100 万吨, 之后持续创新高	15
图 45: 21 年 5 月 27 日 CBOT 玉米期货价 664.5 美分/蒲式耳	15
图 46: 2020 年我国玉米中饲用、工业用占比 56.4%、33.6%, 同比+1.4pct、-1.2pct	15
图 47: 21 年 6 月 3 日我国玉米现货价为 2912.92 元/吨	15
图 48: 我国转基因推广审定流程	16
图 49: 2020 年种业企业 ROE 由负转正	17
图 50: 20 年种业企业收入、利润同比+11%、32%	17
图 51: 2020 年种子行业存货达历史低位 (51 亿元)	17

表格目录

表 1: 部分养殖企业生产性生物资产变动情况	4
表 2: 宠物干粮市场主要竞争公司的产品和价格	14
表 3: 我国玉米供需平衡表 (千吨)	15
表 4: 重点公司相关财务指标 (收盘价为 2021 年 6 月 4 日, ROE 为 2021Q1 数据)	18

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：**谢芝优**，南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。五年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn