

## 农林牧渔

2021年09月21日

## 规模与非规模化养殖利差缩小或释放猪价见底信号

——行业周报

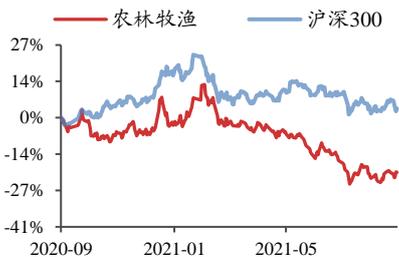
投资评级：看好（维持）

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

### 行业走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《行业点评报告-USDA 上调全球玉米、小麦产量, 库存量调增》-2021.9.14

《行业点评报告-8月白羽鸡苗补栏量保持高位, 毛鸡均价环比上涨》-2021.9.14

《行业点评报告-8月猪价环比回落, 商品猪出栏量环比小幅下降》-2021.9.13

### ● 周观察：规模与非规模化养殖利差缩小或释放猪价见底信号

2021年年初以来, 国内猪价转入下行期。3月底以来, 仔猪价格亦转入下行期。进入6月以后, 仔猪价格跟随生猪价格加速下跌, 行业仔猪外售企业于7月逐步转入亏损。近期市场数据观察来看, 外售仔猪折价销售情况加剧, 一方面反映补栏情绪低迷, 另一方面则释放出一些积极信号。通常自繁自养及外购育肥养殖利润差额可以较好反映仔猪价格变动带来的影响。底部启动期, 仔猪价格相对生猪价格上涨启动有所滞后。但当生猪价格初次见顶后, 观望养殖户的养殖意愿增强, 仔猪价格常出现冲高或稳定居高的情况, 其价格反弹幅度常大于生猪价格反弹幅度。猪价下行期, 外购仔猪育肥养殖单位多选择缩减补栏。因此生猪价格下滑与仔猪补栏情绪缩减的嵌套影响加剧, 亏损期(周期底部)常出现仔猪价格折价销售, 继而自繁自养与外购仔猪育肥利润差额弥合减小, 变相来看, 该现象也为5个月后生猪出栏缩量释放可能, 成为猪价见底的重要信号之一。

### ● 周观点：重点关注猪企α机会, 景气优选饲料龙头海大集团

**2021年猪价下行, 关注头部猪企α机会。**短期猪肉价格承压, 建议重点关注成本优势突出, 出栏规模高速增长的原股份。

**生猪补栏积极性高, 动保产品需求加速释放。**建议关注具备研发工艺壁垒的平台型企业, 重点推荐生物股份、普莱柯、科前生物。

**水产价格景气度高, 饲料销售增速有望提升。**建议关注具有产品力及服务力优势的饲料龙头企业海大集团。

**2021年种植链利好因素较多, 建议关注种植链机会。**重点推荐转基因研发能力深厚、技术成熟的大北农、基本面将触底改善的隆平高科, 以及粮价上涨相关标的苏垦农发。

### ● 本周市场表现(9.13-9.17): 农业跑赢大盘2.60个百分点

本周上证指数下跌2.41%, 农业指数上涨0.19%, 跑赢大盘2.60个百分点。子板块看, 种子、禽养殖、渔业板块涨幅居前, 涨幅分别为3.15%、1.51%、1.18%; 饲料、宠物食品板块领跌, 跌幅分别为9.51%、1.43%。个股来看, 晓鸣股份(+23.51%)、天康生物(+15.10%)、登海种业(+11.12%)领涨。

### ● 本周价格跟踪(9.13-9.17): 本周对豆粕价格上涨

**生猪养殖:** 据博亚和讯监测, 2021年9月17日全国外三元生猪均价为12.33元/公斤, 环比上周五下跌0.56元/公斤; 仔猪均价为20.52元/公斤, 环比上周五下跌2.04元/公斤; 白条肉均价17.09元/公斤, 环比上周五下跌0.98元/公斤。

**白羽肉鸡:** 据Wind数据, 本周鸡苗均价2.21元/羽, 环比下跌16.29%; 毛鸡均价7.60元/公斤, 环比下跌4.40%; 毛鸡养殖利润-2.05元/羽, 环比下跌1.57元/羽。

**风险提示:** 宏观经济下行, 农产品价格大幅下跌; 非洲猪瘟疫情恶化, 上市企业出栏量不及预期; 新冠疫情加重, 消费需求复苏慢于预期。

## 目 录

1、周观察：规模与非规模养殖利差缩小或释放猪价见底信号	4
2、猪价下行期，非规模化养殖单位成本控制能力更强	5
2.1、非瘟对规模化养殖单位成本抬升更为明显	5
2.2、非规模化养殖单位下行期成本优势或更加明显	10
3、周观点：重点关注猪企 $\alpha$ 机会，景气优选饲料龙头海大集团	12
4、本周市场表现（9.13-9.17）：农业跑赢大盘 2.60 个百分点	12
5、本周重点新闻（9.13-9.17）：全国保护种业知识产权专项整治行动向纵深推进	14
6、本周价格跟踪（9.13-9.17）：本周豆粕、美糖价格上涨	14
7、主要肉类进口量	18
8、主要饲料产量	18
9、风险提示	19

## 图表目录

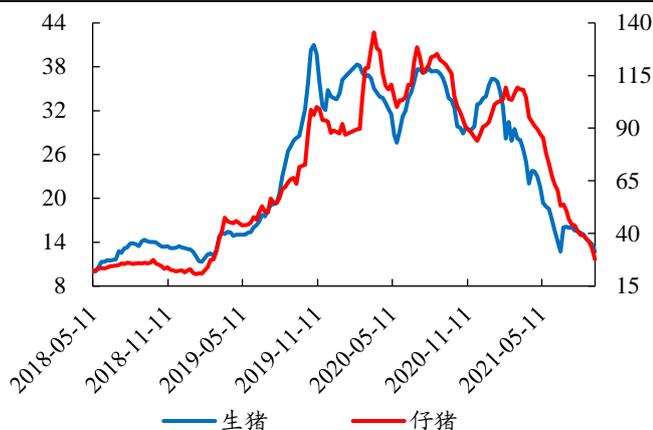
图 1：第四轮猪周期：2018.05-至今（经历 40 个月）	4
图 2：第三轮猪周期：2014.04-2018.04（经历 48 个月）	4
图 3：第二轮猪周期：2010.04-2014.04（经历 48 个月）	4
图 4：第一轮猪周期：2006.07-2010.03（经历 45 个月）	4
图 5：第四轮猪周期顶部两种模式养殖利润差额拉大	5
图 6：第三轮猪周期底部两种模式养殖利润差额缩小	5
图 7：周期底部仔猪外售折价压低外购仔猪养殖成本	5
图 8：规模化养殖企业头均仔畜费用更高（元/头）	7
图 9：规模与非规模养殖单位饲料费用接近（元/公斤）	7
图 10：规模化养殖企业头均医疗防疫及死亡损失费用更高（元/头）	8
图 11：规模化养殖间接费用支出更高（元/头）	8
图 12：农业板块本周上涨 0.19%	13
图 13：本周农业股跑赢大盘 2.60 个百分点	13
图 14：本周种子、禽养殖、渔业板块领涨	13
图 15：本周生猪价格环比下跌（元/公斤）	15
图 16：本周自繁自养利润环比下跌（元/头）	15
图 17：本周鸡苗均价环比下跌	16
图 18：本周毛鸡主产区均价环比下跌	16
图 19：本周中速鸡价格环比下跌	16
图 20：9.6-9.10 草鱼价格环比下跌	17
图 21：9 月 17 日鲈鱼价格环比下跌	17
图 22：9 月 16 日对虾价格环比下跌	17
图 23：本周玉米期货结算价环比下跌	17
图 24：本周豆粕期货结算价环比上涨	17
图 25：本周 NYBOT11 号糖环比上涨（美分/磅）	18
图 26：本周郑商所白糖收盘价环比下跌（元/吨）	18
图 27：2021 年 8 月猪肉进口量 28.0 万吨	18
图 28：2021 年 8 月鸡肉进口量 13.4 万吨	18
图 29：2021 年 8 月猪料产量 1118 万吨	19

图 30: 2021 年 8 月水产料产量 382 万吨 .....	19
图 31: 2021 年 8 月蛋禽料产量 268 万吨 .....	19
图 32: 2021 年 8 月肉禽料产量 802 万吨 .....	19
表 1: 2015-2019 年全国生猪养殖非规模化养殖成本拆分 .....	6
表 2: 2015-2019 年全国生猪养殖规模化养殖成本拆分 .....	6
表 3: 非规模化养殖人工费用实为隐含成本 .....	8
表 4: 种公猪、经产母猪、后备母猪免疫流程相对稳健 .....	9
表 5: 非规模化场仔猪免疫成本投入更低 .....	10
表 6: 非规模养殖单位成本或于 2022 年下降至 13.3 元/公斤 .....	10
表 7: 规模化养殖成本或于 2022 年降至 15.8 元 .....	11
表 8: 农业个股涨跌幅排名: 晓鸣股份、天康生物、登海种业领涨 .....	13
表 9: 本周豆粕。美糖价格上涨 .....	14

## 1、周观察：规模与非规模养殖利差缩小或释放猪价见底信号

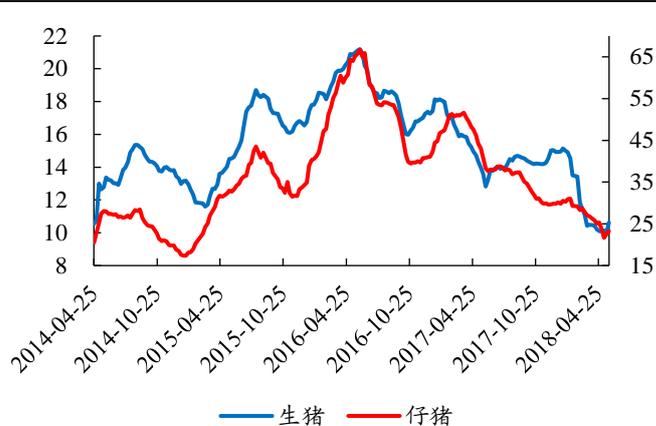
2006年至今我国经历了四轮完整的猪价波动周期,每轮猪周期持续时间3-4年,前三轮猪周期生猪价格变动幅度较小,价格变化区间在8~22元/公斤,均值分别为12.39/14.72/15.45元/公斤,第四轮猪周期受非洲猪瘟疫情影响较大,产能去化达到40%,价格波动区间也因此被放大,生猪价格最高峰突破40元/公斤,均值较上一周期上涨52.94%至23.62元/公斤。仔猪价格反映养殖户养殖情绪,变化趋势与生猪价格大致相同,波动更加剧烈,前三轮猪周期仔猪价格在12~67元/公斤,均值分别为24.29/27.37/36.91元/公斤,本轮猪周期仔猪最高价达到135.47元/公斤,同比增长103.13%,均值也较上一轮周期上涨87.68%至69.27元/公斤。本轮猪周期已进入底部区间,但尚未结束。

图1：第四轮猪周期：2018.05-至今（经历40个月）



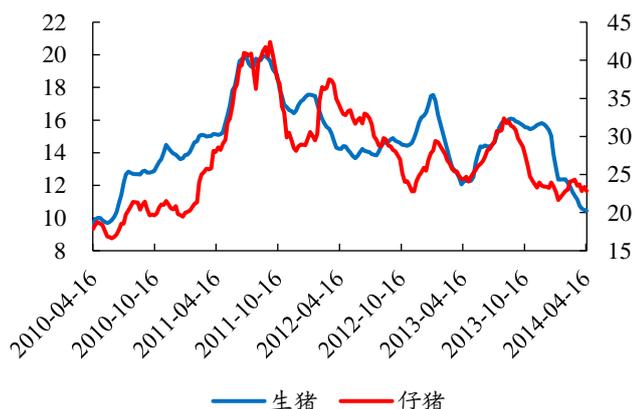
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：第三轮猪周期：2014.04-2018.04（经历48个月）



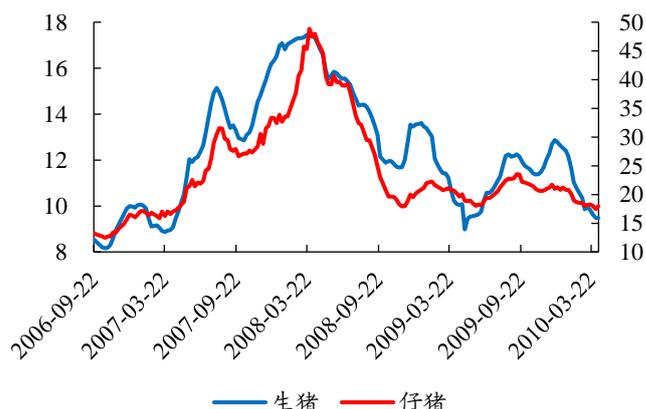
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：第二轮猪周期：2010.04-2014.04（经历48个月）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：第一轮猪周期：2006.07-2010.03（经历45个月）



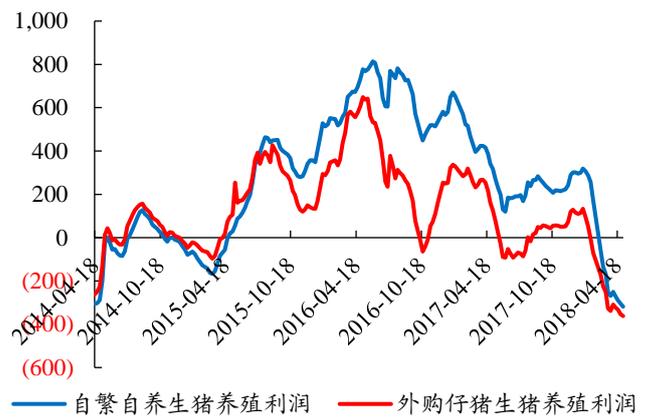
数据来源：Wind、开源证券研究所

此轮周期与前一轮周期对比看,本轮猪周期自繁自养、外购仔猪养殖利润最大值达到3079.73/2781.06元/头,较上轮猪周期上涨278%/329%。自繁自养与外购仔猪养殖盈利情况在周期上行阶段大致相同,结合上图可以发现,仔猪价格相对生猪价格底部启动有所滞后。但当生猪价格初次见顶后,观望养殖户的养殖意愿增强,仔猪价格常出现冲高或稳定居高的情况,因此其价格反弹幅度往往大于生猪价格反弹幅度。

图5：第四轮猪周期顶部两种模式养殖利润差额拉大



图6：第三轮猪周期底部两种模式养殖利润差额缩小

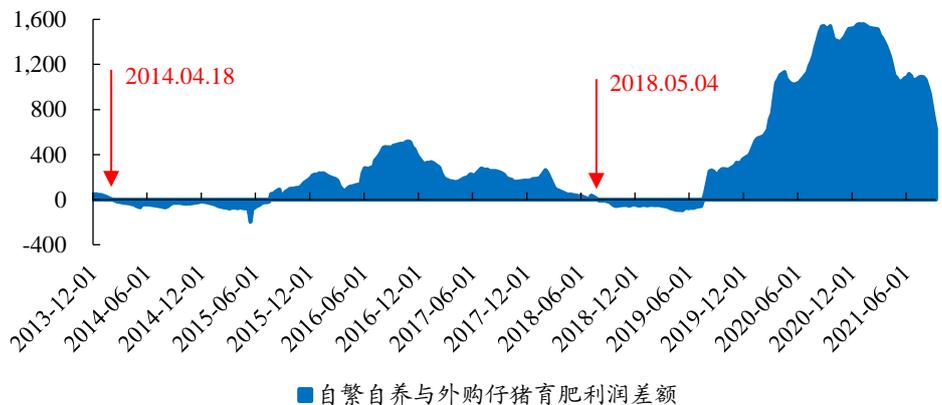


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

而进入到下行区间后，随着生猪价格跌入行业亏损区间，扩产及补栏意愿受到折损，自繁自养肥养殖单位（多为规模养殖户）通常会选择填满猪舍，批次高效率出猪的方式提效降本。而外购仔猪育肥养殖单位（多为散养户）则基于规模小易于灵活调整养殖节奏的特性，多选择缩减补栏。因此生猪价格下滑与仔猪补栏情绪缩减的嵌套影响加剧，亏损期（周期底部）往往出现仔猪价格折价销售。继而自繁自养与外购仔猪育肥利润差额弥合减小。

图7：周期底部仔猪外售折价压低外购仔猪养殖成本



资料来源：Wind、开源证券研究所

## 2、猪价下行期，非规模化养殖单位成本控制能力更强

### 2.1、非瘟对规模化养殖单位成本抬升更为明显

《全国农产品成本收益资料汇编 2020》披露了 2019 年及以前年度规模化与非规模化养殖成本结构，对比来看两种养殖模式的成本差异主要体现在以下几点：（1）规模化养殖具备更低的单位完全成本（总成本/出栏均重）；（2）规模化养殖在仔畜费用更高；（3）非规模化养殖的头均人工费用更高；（4）规模化养殖的头均折旧费用更高。从表观结果来看，规模化养殖相较于非规模化养殖具备一定成本优势。

**表1: 2015-2019年全国生猪养殖非规模化养殖成本拆分**

	单位	2015	2016	2017	2018	2019
<b>产值合计</b>	<b>元/头</b>	<b>1827.2</b>	<b>2214.5</b>	<b>1826.8</b>	<b>1637.5</b>	<b>2617.8</b>
主产品产值	元/头	1810.6	2198.0	1810.8	1621.6	2601.5
副产品产值	元/头	16.6	16.6	16.0	15.9	16.3
<b>生产成本</b>	<b>元/头</b>	<b>1835.1</b>	<b>2050.5</b>	<b>2006.8</b>	<b>1872.8</b>	<b>1979.9</b>
物质与服务费用	元/头	1324.3	1544.3	1510.0	1374.3	1478.0
直接费用	元/头	1313.7	1533.6	1498.5	1362.6	1465.5
仔畜费	元/头	397.0	639.5	588.9	425.9	554.6
饲料费用	元/头	876.6	851.5	866.4	894.0	858.9
水电燃料费用	元/头	13.9	14.6	14.3	15.5	16.6
医疗防疫费	元/头	14.9	15.4	16.4	15.8	19.6
死亡损失费	元/头	11.2	12.2	11.7	11.5	16.4
工具及维修费用	元/头	4.9	5.2	5.3	5.0	5.0
其他直接费用	元/头	1.1	1.5	1.4	1.5	1.4
间接费用	元/头	10.7	10.6	11.4	11.7	12.5
固定资产折旧	元/头	8.5	8.2	8.1	8.4	8.9
保险费	元/头	0.3	0.6	1.1	1.2	1.3
管理费	元/头	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
销售费	元/头	1.8	1.8	2.2	2.1	2.3
人工成本	元/头	510.8	506.2	496.9	498.6	501.9
家庭用工折价	元/头	510.8	506.2	496.9	498.6	501.9
<b>总成本</b>	<b>元/头</b>	<b>1835.4</b>	<b>2050.6</b>	<b>2007.0</b>	<b>1873.0</b>	<b>1980.1</b>
土地成本	元/头	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
<b>净利润</b>	<b>元/头</b>	<b>(8.2)</b>	<b>163.9</b>	<b>(180.2)</b>	<b>(235.5)</b>	<b>637.8</b>
<b>净利率</b>	<b>%</b>	<b>(0.4)</b>	<b>7.4</b>	<b>(9.9)</b>	<b>(14.4)</b>	<b>24.4</b>
主产品产量	公斤/头	116.1	118.3	120.7	122.5	120.9
<b>单位成本</b>	<b>元/公斤</b>	<b>15.8</b>	<b>17.3</b>	<b>16.6</b>	<b>15.3</b>	<b>16.4</b>
平均饲养天数	日	159.3	161.6	163.9	166.2	160.8

数据来源:《全国农产品成本收益资料汇编 2020》、开源证券研究所

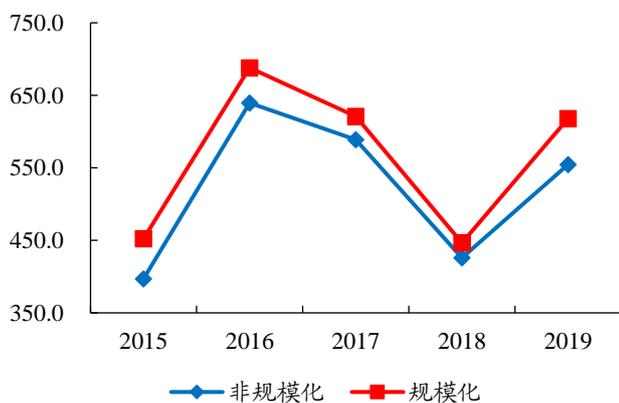
**表2: 2015-2019年全国生猪养殖规模化养殖成本拆分**

	单位	2015	2016	2017	2018	2019
<b>产值合计</b>	<b>元/头</b>	<b>1822.2</b>	<b>2223.7</b>	<b>1842.2</b>	<b>1595.2</b>	<b>2625.5</b>
主产品产值	元/头	1809.2	2210.6	1829.8	1583.3	2613.3
副产品产值	元/头	13.0	13.1	12.4	11.8	12.2
<b>生产成本</b>	<b>元/头</b>	<b>1605.2</b>	<b>1810.0</b>	<b>1726.9</b>	<b>1584.9</b>	<b>1797.1</b>
物质与服务费用	元/头	1427.8	1628.0	1546.8	1403.0	1609.2
直接费用	元/头	1407.7	1606.8	1524.0	1379.0	1582.2
仔畜费	元/头	452.5	688.0	620.8	446.5	617.9
饲料费用	元/头	907.9	869.3	855.2	883.6	903.3
水电燃料费用	元/头	14.6	14.3	14.7	16.0	15.4
医疗防疫费	元/头	19.3	20.2	19.8	20.2	25.7

	单位	2015	2016	2017	2018	2019
死亡损失费	元/头	12.8	14.0	13.1	12.9	19.3
工具及维修费用	元/头	5.3	5.3	5.1	5.2	5.3
其他直接费用	元/头	1.0	1.1	1.0	0.7	0.9
间接费用	元/头	20.1	21.2	22.8	24.1	27.0
固定资产折旧	元/头	12.5	12.6	13.6	13.8	14.0
保险费	元/头	2.4	3.4	4.1	5.1	7.5
管理费	元/头	2.5	2.5	2.7	2.7	2.0
财务费	元/头	0.9	0.8	0.7	0.6	1.1
销售费	元/头	1.8	1.8	1.7	1.8	2.5
人工成本	元/头	174.5	179.4	177.5	179.0	185.1
家庭用工折价	元/头	124.8	127.0	124.7	126.5	127.8
雇工费用	元/头	49.7	52.4	52.9	52.5	57.3
<b>总成本</b>	<b>元/头</b>	<b>1602.4</b>	<b>1807.4</b>	<b>1724.4</b>	<b>1582.0</b>	<b>1794.4</b>
土地成本	元/头	2.8	2.6	2.6	2.9	2.7
<b>净利润</b>	<b>元/头</b>	<b>217.0</b>	<b>413.7</b>	<b>115.2</b>	<b>10.2</b>	<b>828.4</b>
<b>净利润率</b>	<b>%</b>	<b>11.9</b>	<b>18.6</b>	<b>6.3</b>	<b>0.6</b>	<b>31.6</b>
主产品产量	公斤/头	117.7	119.3	120.8	122.6	124.5
<b>单位成本</b>	<b>元/公斤</b>	<b>13.6</b>	<b>15.2</b>	<b>14.3</b>	<b>12.9</b>	<b>14.4</b>
平均饲养天数	日	145.3	147.3	149.1	150.6	152.0

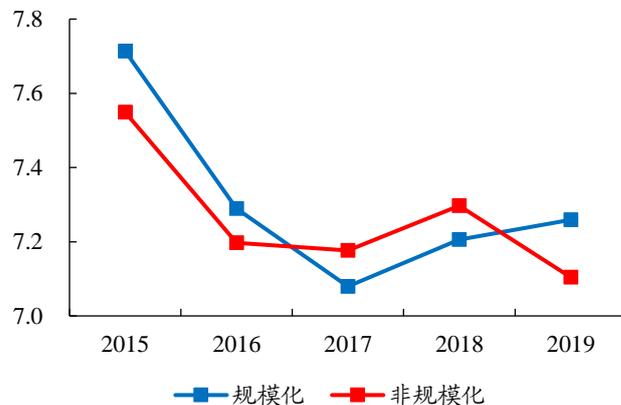
数据来源：《全国农产品成本收益资料汇编 2020》、开源证券研究所

图8: 规模化养殖企业头均仔畜费用更高 (元/头)



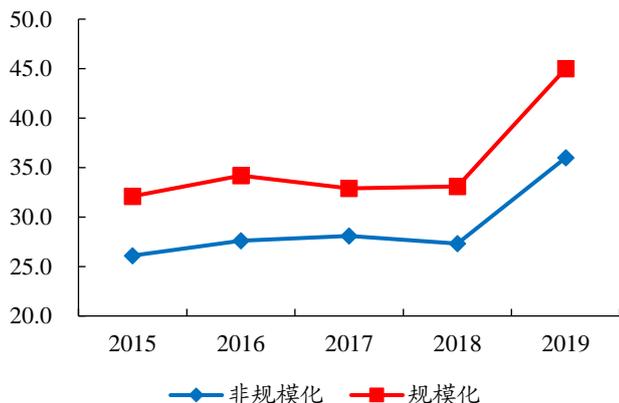
数据来源：《全国农产品成本收益资料汇编 2020》、开源证券研究所

图9: 规模与非规模养殖单位饲料费用接近 (元/公斤)

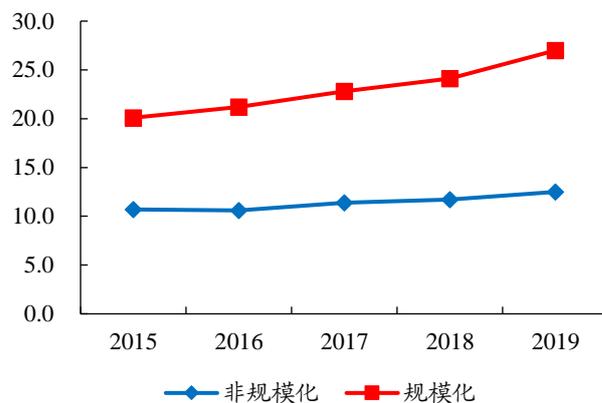


数据来源：《全国农产品成本收益资料汇编 2020》、开源证券研究所

随着 2018 年非洲猪瘟疫情在我国的发生, 可以看到两种养殖模式的直接成本和间接成本均有不同程度的提升。对比来看, 直接成本中医疗防疫费用及死亡损失费用的同比提升明显, 且规模化养殖企业费用支出金额明显大于非规模化养殖单位。间接费用方面, 由于规模化养殖企业纷纷扩产, 财务费用、保险费用及固定资产折旧等均同比提升, 且幅度显著大于非规模化养殖单位。

**图10: 规模化养殖企业头均医疗防疫及死亡损失费用更高(元/头)**


数据来源:《全国农产品成本收益资料汇编 2020》、开源证券研究所

**图11: 规模化养殖间接费用支出更高(元/头)**


数据来源:《全国农产品成本收益资料汇编 2020》、开源证券研究所

人工成本来看,表观非规模化养殖人工费用更高,但将其切分来看,人工费用包含两类,即家庭用工折价和雇工费用。规模化养殖受到其养殖规模的影响,通常以雇工为主,而非规模化养殖则主要以家庭用工为主。《全国农产品成本收益资料汇编》在人工费用测算上将其进行了横向统计对比。实际情况来看,非规模化养殖中,夫妻养殖或家庭养殖中产生的家庭用工折价,从家庭收益角度看可视为隐含成本。而规模化养殖场则需要按照固定薪酬的方式支付雇工费用,成本的计入更为显性。因此实际操作中,非规模化养殖的人工成本或低于规模化养殖。

**表3: 非规模化养殖人工费用实为隐含成本**

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>非规模化养殖</b>					
<b>人工费用合计</b>	<b>510.9</b>	<b>506.3</b>	<b>496.9</b>	<b>498.3</b>	<b>501.9</b>
家庭用工折价	510.9	506.3	496.9	498.3	501.9
家庭用工天数	6.6	6.2	6.0	5.9	5.8
劳动日工价	78.0	81.4	83.1	84.9	86.4
雇工费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
雇工天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
雇工工价	82.3	87.4	91.9	97.7	99.7
<b>规模化养殖</b>					
<b>人工费用合计</b>	<b>174.5</b>	<b>179.4</b>	<b>177.5</b>	<b>179.0</b>	<b>185.1</b>
家庭用工折价	124.8	127.0	124.7	126.5	127.8
家庭用工天数	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
劳动日工价	78.0	81.4	83.1	84.9	86.4
雇工费用	49.7	52.4	52.9	52.5	57.3
雇工天数	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6
雇工工价	88.3	92.0	94.5	97.3	98.8

数据来源:《全国农产品成本收益资料汇编 2020》、开源证券研究所

非瘟发生后,防疫成本及疫病损失成为另一块需要着重讨论的成本影响变量。猪群防疫成本看,不同生长阶段的生猪所需的免疫程序各异,且不同地区的特定病种

患病概率各不相同。通常种猪、经产母猪及后备母猪作为产能，其免疫方案相对固定，且其动保及免疫成本通常涵盖在其全成本中。而对于仔猪而言，其免疫方案也相对稳健，规模场通常不会缩减仔猪免疫流程；对于非规模化养殖场而言，其在免疫方案也相对稳健。对于育肥猪而言，通常为口蹄疫、五号、链球菌等免疫品种或其加强针，通常养殖场会根据区域实际情况进行免疫方案的调整。在疫苗成本方面，规模场通常选择相对稳健，仔猪阶段的免疫成本可达到 20 元/头左右；而非规模化猪场在精细化及规模化控制的基础上，免疫成本可控制在 10 元/头。对于化药、保健品、消毒水等灵活防疫成本投入方面，养殖场通常会结合区域、气候、流行病情况。猪群健康程度、猪价等因素灵活调整。通常弹性较大，且非规模化场在灵活防疫成本投入调整上更加激进，且更具优势。

**表4: 种公猪、经产母猪、后备母猪免疫流程相对稳健**

	疫苗种类	时间	剂量
种公猪	猪瘟	4、8、12 第一周	1 头份
	伪狂	1、4、7、11 第3周	2 头份
	细小	3、9 第一周	2 头份
	乙脑	3、9 第三周	1 头份
	五号	10、11、1月	2 头份
	圆环	1、7月	2 头份
	蓝耳	2、6、10周	2 头份
	萎鼻	2、8月	1 头份
	腹泻二联	10月至次年3月	4 头份
	链球菌	一年2次	3 头份
经产母猪	猪瘟	一年3次	1 头份
	伪狂犬	产前15日龄或普打4次	2 头份
	细小	3、9月	2 头份
	乙脑	3、9月	1 头份
	五号苗	一年3次	2 头份
	圆环	一年2次	2 头份
	蓝耳	一年3次	2 头份
	肺炎	一年2次	1 头份
	腹泻二联	产前60天、40天、20天	各4ml
	大肠杆菌	产前20天	2 头份
	链球菌	一年3次	3 头份
	萎鼻	产前45天	1 头份
	副猪	一年3次	1 头份
后备母猪	蓝耳	132、161日龄	2 头份
	圆环	140、168日龄	2 头份
	伪狂	147、175日龄	2 头份
	细小	154、182日龄	2 头份
	乙脑	189、210日龄	1 头份
	猪瘟+副猪	196、217日龄	各1头份
	五号	203、224日龄	2 头份

数据来源：畜牧养殖宝典、阿里巴巴、开源证券研究所

**表5: 非规模化场仔猪免疫成本投入更低**

	疫苗种类	时间	剂量	均价	低价
仔猪	猪瘟	1 日龄	1 头份	1.0	0.5
	伪狂犬	1 日龄	1 头份	2.0	0.5
	圆环&支原体	7 日龄	1 头份	7.0	4.0
	蓝耳	14 日龄	1 头份	1.0	0.5
	副猪嗜血	14 日龄	1 头份	2.5	1.5
	链球菌	21 日龄	1 头份	1.5	0.5
	口蹄疫	28 日龄	1 头份	2.0	1.0
	猪瘟	35 日龄	1 头份	1.0	0.5
	口蹄疫	42 日龄	1 头份	2.0	1.0
	育肥猪	伪狂犬(加强)	35 日龄	1 头份	1.0
五号苗		45 日龄	1 头份	1.5	1.0
链球菌(加强)		60 日龄	2 头份	1.5	0.5
五号苗(加强)		70 日龄	1 头份	1.5	1.0
<b>合计</b>				<b>25.5</b>	<b>13.0</b>

数据来源: 畜牧养殖宝典、阿里巴巴、开源证券研究所

注: 一头份通常为 2ml; 各猪场免疫方案有所差异

基于上述讨论, 可以得出: (1) 规模化养殖在防疫管理方面具备更高的标准, 因此仔畜费用中仔猪教槽期与保育期的疫苗费用更高; (2) 规模化养殖模式的管理水平更高, 配备的管理人员薪酬相比非规模化更高, 因此头均人工费用更高; (3) 规模化养殖的厂房与设备条件更好, 相应的折旧费用则会更高。结合仔猪成本、饲料成本等直接成本主要科目的对比看, 规模化养殖场成本优势或集中体现在疫病高发期, 而常年情况来看, 非规模化养殖单位更具成本优势。

## 2.2、非规模化养殖单位下行期成本优势或更加明显

随着猪周期进入下行阶段, 我们认为规模化与非规模化养殖企业的成本结构将出现较为明显的分化, 原因可能主要有如下几点: (1) 规模化养殖模式下防控猪瘟及各类疾病的压力更大, 头均疫苗成本的削减空间较小, 非规模化模式下养殖户为猪群接种的疫苗种类可能有所下降, 例如口蹄疫以外的非强制性接种疫苗减量注射; (2) 规模化养殖模式下厂房设备的折旧金额或有所增加(新增产能陆续转固), 下降空间较小; (2) 规模化养殖模式下饲料成本具备较大优势, 由于大型专业化养殖场通常具备配套的饲料产能, 相较非规模养殖模式下能以更低的成本自供饲料; (3) 规模化养殖模式下管理模式较高, 人工成本不具备太大下降空间, 叠加 2018-2020 年的猪价上行期间规模化企业的扩张浪潮, 新员工招入抬高短期开办成本, 产能持续扩张状态下大幅裁员可能性较低。因此在 2020-2022 年期间规模化养殖模式的头均防疫成本、人力成本的压缩空间小于非规模化养殖模式。

**表6: 非规模养殖单位成本或于 2022 年下降至 13.3 元/公斤**

	单位	2020E	2021E	2022E
出栏均重	公斤/头	128.0	126.0	120.0
单位均价	元/斤	4352.0	2394.0	1740.0
产值合计	元/头	34.0	19.0	14.5
主产品产值	元/头	4332.0	2377.0	1724.0

	单位	2020E	2021E	2022E
副产品产值	元/头	20.0	17.0	16.0
<b>生产成本</b>	<b>元/头</b>	<b>3249.0</b>	<b>2366.6</b>	<b>1958.7</b>
物质与服务费用	元/头	2696.9	1836.6	1449.9
直接费用	元/头	2682.3	1821.4	1435.3
仔畜费	元/头	1725.0	750.0	420.0
饲料费用	元/头	901.8	1019.1	968.1
水电燃料费用	元/头	10.0	10.5	10.2
医疗防疫费	元/头	23.0	21.0	18.0
死亡损失费	元/头	15.0	13.5	12.0
工具及维修费用	元/头	6.0	5.8	5.5
其他直接费用	元/头	1.5	1.5	1.5
间接费用	元/头	14.6	15.2	14.6
固定资产折旧	元/头	10.7	11.7	11.3
保险费	元/头	1.8	1.6	1.5
管理费	元/头	0.0	0.0	0.1
销售费	元/头	2.1	1.9	1.7
人工成本	元/头	552.1	530.0	508.8
<b>总成本</b>	<b>元/头</b>	<b>3249.1</b>	<b>2366.8</b>	<b>1958.8</b>
土地成本	元/头	0.2	0.2	0.2
<b>净利润</b>	<b>元/头</b>	<b>1103.0</b>	<b>27.4</b>	<b>-218.7</b>
净利率	%	25.3	1.1	-12.6
完全成本	元/头	25.4	18.8	16.3
<b>总成本（调整）</b>	<b>元/头</b>	<b>2846.8</b>	<b>1986.5</b>	<b>1599.7</b>
<b>净利润（调整）</b>	<b>元/头</b>	<b>1505.2</b>	<b>407.5</b>	<b>140.3</b>
<b>净利率（调整）</b>	<b>%</b>	<b>34.6</b>	<b>17.0</b>	<b>8.1</b>
<b>完全成本（调整）</b>	<b>元/公斤</b>	<b>22.2</b>	<b>15.8</b>	<b>13.3</b>

数据来源：开源证券研究所

**表7：规模化养殖成本或于2022年降至15.8元**

	单位	2020E	2021E	2022E
<b>出栏均重</b>	<b>公斤/头</b>	<b>130.0</b>	<b>127.0</b>	<b>120.0</b>
<b>单位均价</b>	<b>元/公斤</b>	<b>34.0</b>	<b>19.0</b>	<b>14.5</b>
<b>产值合计</b>	<b>元/头</b>	<b>4420.0</b>	<b>2413.0</b>	<b>1740.0</b>
主产品产值	元/头	4399.0	2395.0	1724.0
副产品产值	元/头	21.0	18.0	16.0
<b>生产成本</b>	<b>元/头</b>	<b>3209.4</b>	<b>2292.3</b>	<b>1694.8</b>
物质与服务费用	元/头	3020.5	2092.3	1499.8
直接费用	元/头	2991.5	2064.2	1470.8
仔畜费	元/头	2000.0	1000.0	470.0
饲料费用	元/头	930.4	1004.9	944.6
水电燃料费用	元/头	10.0	11.0	10.5
医疗防疫费	元/头	26.5	26.0	25.5

	单位	2020E	2021E	2022E
死亡损失费	元/头	18.0	16.0	14.0
工具及维修费用	元/头	5.4	5.2	5.2
其他直接费用	元/头	1.2	1.1	1.0
间接费用	元/头	29.0	28.1	29.0
固定资产折旧	元/头	18.0	20.0	19.0
保险费	元/头	7.5	7.0	6.8
管理费	元/头	2.5	2.4	2.3
销售费	元/头	1.0	1.1	0.9
人工成本	元/头	188.8	200.0	195.0
<b>总成本</b>	<b>元/头</b>	<b>3401.2</b>	<b>2495.4</b>	<b>1892.8</b>
土地成本	元/头	3.0	3.1	3.0
<b>净利润</b>	<b>元/头</b>	<b>1018.8</b>	<b>-82.4</b>	<b>-152.8</b>
成本利润率	%	23.0	-3.4	-8.8
完全成本	元/公斤	26.2	19.6	15.8

数据来源：开源证券研究所

### 3、周观点：重点关注猪企 $\alpha$ 机会，景气优选饲料龙头海大集团

**2021年猪价下行，关注头部猪企 $\alpha$ 机会。**截至9月16日全国生猪出栏均重124.1公斤/头，环比上周下降1.1公斤/头，出栏均重周度降幅加速。综合来看，供给端已释放较明显缩量信号。供给端来看，受近期低效母猪淘汰、冻肉低价走货影响，市场猪肉供应量增加，市场大猪出栏情绪受到抑制，形成一定积压。此外受冻肉库存居高且与鲜肉价差拉大影响，对屠宰鲜肉走货产生一定抑制。需求端来看，9月转入下半年第一个需求爬坡时间节点。但近期新冠疫情抬头对区域市场走货及需求均产生一定抑制。因此我们认为短期猪肉价格承压。建议重点关注成本优势突出，出栏规模高速增长的牧原股份。

**生猪补栏积极性高，动保产品需求加速释放。**随着生猪存栏恢复，养殖后周期动保板块持续回暖，看好动物保健板块投资机会。建议关注具备研发工艺壁垒的平台型企业，重点推荐生物股份、普莱柯、科前生物。

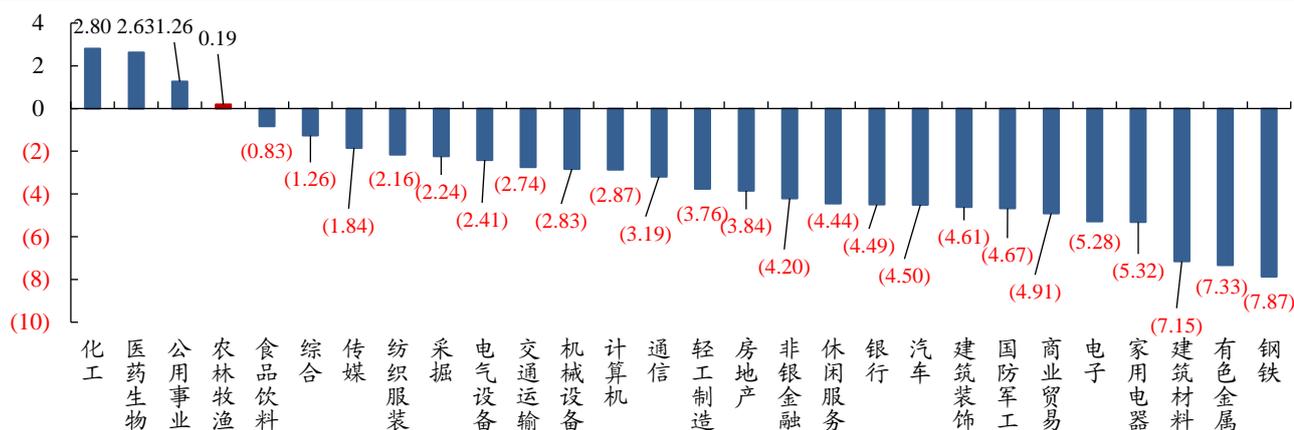
**水产价格景气度高，饲料销售增速有望提升。**随着下游餐饮逐步恢复，叠加进口水产进口受阻等影响，国内水产价格景气度较高，我们预计行业景气度提升将带来饲料销量增速加快。建议关注具有产品力及服务力优势的饲料龙头企业海大集团。

**2021年种植链利好因素较多，建议关注种植链机会。**随着转基因商业化提速，我们预计2021年种植链利好因素较多，重点推荐转基因研发能力深厚、技术成熟的大北农、基本面将触底改善的隆平高科，以及粮价上涨相关标的苏垦农发。

### 4、本周市场表现（9.13-9.17）：农业跑赢大盘2.60个百分点

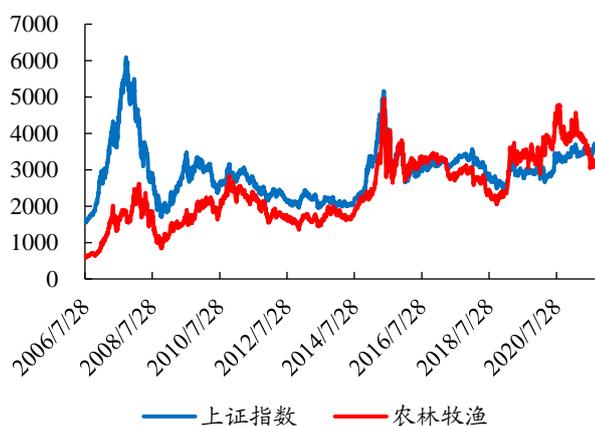
本周上证指数下跌2.41%，农业指数上涨0.19%，跑赢大盘2.60个百分点。子板块看，种子、禽养殖、渔业板块涨幅居前，涨幅分别为3.15%、1.51%、1.18%；饲料、宠物食品板块领跌，跌幅分别9.51%、1.43%。个股来看，晓鸣股份（+23.51%）、天康生物（+15.10%）、登海种业（+11.12%）领涨。

图12: 农业板块本周上涨 0.19%



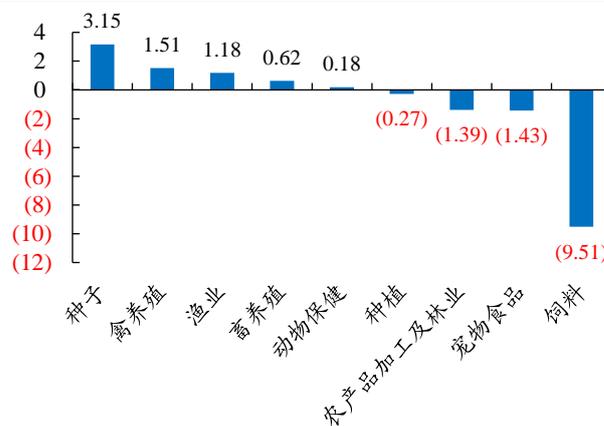
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 本周农业股跑赢大盘 2.60 个百分点



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 本周种子、禽养殖、渔业板块领涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

表8: 农业个股涨跌幅排名: 晓鸣股份、天康生物、登海种业领涨

前 15 名			后 15 名		
300967.SZ	晓鸣股份	23.51%	002311.SZ	金河生物	-2.16%
002100.SZ	天康生物	15.10%	000639.SZ	雪榕生物	-2.67%
002041.SZ	登海种业	11.12%	000735.SZ	金健米业	-2.81%
300119.SZ	瑞普生物	10.31%	002688.SZ	生物股份	-2.85%
000876.SZ	新希望	10.01%	300511.SZ	圣农发展	-2.98%
600962.SH	国投中鲁	8.83%	600127.SH	鹏都农牧	-3.63%
300268.SZ	佳沃股份	7.98%	600201.SH	泉阳泉	-3.67%
600097.SH	开创国际	7.45%	002299.SZ	福成股份	-4.03%
603739.SH	蔚蓝生物	6.39%	002505.SZ	亚钾国际	-4.48%
002234.SZ	民和股份	6.20%	600189.SH	神农科技	-5.17%
600540.SH	新赛股份	5.81%	600965.SH	众兴菌业	-6.12%
300106.SZ	西部牧业	5.45%	000893.SZ	粤桂股份	-7.41%
600195.SH	中牧股份	4.27%	300189.SZ	海利生物	-9.07%

前 15 名			后 15 名		
002321.SZ	*ST 华英	3.91%	002772.SZ	南宁糖业	-14.25%
002548.SZ	金新农	2.79%	000833.SZ	通威股份	-15.74%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 截止至 2021 年 9 月 17 日

## 5、本周重点新闻(9.13-9.17): 全国保护种业知识产权专项整治行动向纵深推进

【全国保护种业知识产权专项整治行动向纵深推进】农业农村部已经启动秋季种子市场检查, 强化属地责任, 从严打击套牌侵权等违法行为, 确保秋季农业生产用种安全。近日, 将派出 4 个工作组, 前往河北、安徽、湖北、贵州等地开展抽查检查, 通过明察暗访等形式, 推动案件线索查办, 确保整治行动各项举措落实落地, 加快形成打击假冒伪劣、套牌侵权等违法行为的高压态势, 坚决让种业侵权者付出沉重代价。(农业农村部)

【国务院批复实施全国高标准农田建设规划(2021—2030 年)】16 日, 国务院发文称, 原则同意《全国高标准农田建设规划(2021—2030 年)》, 请认真组织实施。通过实施《规划》, 到 2022 年建成高标准农田 10 亿亩, 以此稳定保障 1 万亿斤以上粮食产能; 到 2025 年建成 10.75 亿亩, 并改造提升现有高标准农田 1.05 亿亩, 以此稳定保障 1.1 万亿斤以上粮食产能; 到 2030 年建成 12 亿亩, 并改造提升现有高标准农田 2.8 亿亩, 以此稳定保障 1.2 万亿斤以上粮食产能。将高效节水灌溉与高标准农田建设统筹规划、同步实施, 2021—2030 年完成 1.1 亿亩新增高效节水灌溉建设任务。(农业农村部)

【缓释肥等 8 种新型肥料纳入国家农用化肥铁路优惠运价范围】为完善农用化肥铁路优惠运价政策, 促进化肥生产流通, 支持农业生产, 近日, 国家发展改革委印发《关于缓释肥料等执行农用化肥铁路优惠运价政策的通知》, 将主要用于农业大田作物生产的缓释肥料等 8 个新型肥料品种纳入实行铁路优惠运价的农用化肥品种目录。(中国农业信息网)

【夏粮收购接近尾声, 累计收购 6091 万吨】记者从国家粮食和物资储备局获悉目前夏粮收购进入尾声, 至 9 月 15 日, 主产区累计收购夏粮 6091 万吨, 同比增加 260 万吨。据介绍, 2021 年夏粮收购工作, 各地严格落实粮食安全党政同责要求, 认真做好各项保障工作, 夏粮收购进展顺利。(中国农业信息网)

## 6、本周价格跟踪(9.13-9.17): 本周豆粕、美糖价格上涨

表9: 本周豆粕、美糖价格上涨

分类	项目	本周价格	周环比	上周价格	周环比	上两周价格	周环比
生猪	生猪价格(元/公斤)	12.33	-4.34%	12.89	-7.20%	13.89	-1.42%
	仔猪价格(元/公斤)	20.52	-9.04%	22.56	-4.97%	23.74	-1.62%
	生猪养殖利润: 自繁自养(元/头)	-565.95	-20.97%	-467.86	-11.21%	-420.70	-14.09%
	生猪养殖利润: 外购仔猪(元/头)	-1138.92	-4.18%	-1093.22	3.84%	-1136.84	5.67%
白羽鸡	鸡苗价格(元/羽)	2.21	-16.29%	2.64	-12.29%	3.01	-3.53%
	毛鸡价格(元/公斤)	7.60	-4.40%	7.95	-1.85%	8.10	-2.53%
	毛鸡养殖利润(元/羽)	-2.05	-327.08%	-0.48	-785.71%	0.07	-96.02%

分类	项目	本周价格	周环比	上周价格	周环比	上两周价格	周环比
	父母代种鸡养殖利润 (元/羽)	-0.44	-4300.00%	-0.01	-102.78%	0.36	-23.40%
黄羽鸡	中速鸡价格 (元/公斤)	13.50	-1.32%	13.68	1.33%	13.50	-1.89%
水产品	草鱼价格 (元/公斤)	19.79	-1.49%	20.09	-0.84%	20.26	-0.54%
	鲈鱼价格 (元/公斤)	32.00	-1.54%	32.50	1.56%	32.00	0.00%
	对虾价格 (元/公斤)	39.34	-0.86%	39.68	-2.84%	40.84	1.90%
大宗农产品	玉米期货价格 (元/吨)	2441.00	-0.73%	2459.00	-1.32%	2492.00	0.20%
	豆粕期货价格 (元/吨)	3570.00	2.73%	3475.00	-0.60%	3496.00	-0.23%
	ICE11 号糖期货价格 (美分/磅)	19.14	1.59%	18.84	-3.78%	19.58	-2.25%
	郑商所糖期货价格 (元/吨)	5846.00	-0.29%	5863.00	-0.85%	5913.00	1.22%

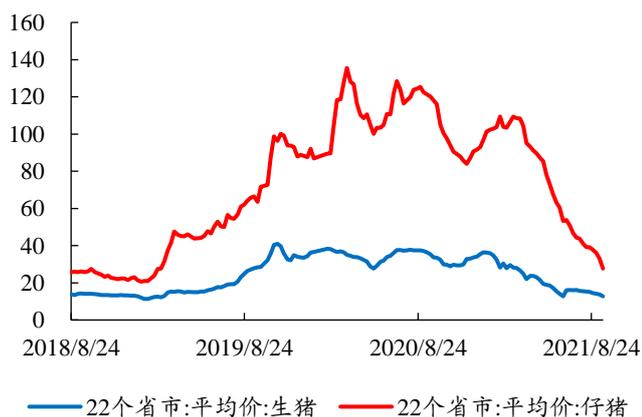
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 草鱼数据更新滞后一周; 红色数字表示环比上涨, 绿色数字表示环比下跌, 黑色数字表示无变动。

**生猪养殖:** 据博亚和讯监测, 2021年9月17日全国外三元生猪均价为 12.33 元/公斤, 环比上周五下跌 0.56 元/公斤; 仔猪均价为 20.52 元/公斤, 环比上周五下跌 2.04 元/公斤; 白条肉均价 17.09 元/公斤, 环比上周五下跌 0.98 元/公斤。今日猪料比价为 3.53:1。根据 Wind 数据, 9月17日, 自繁自养头均利润-565.95 元, 环比下跌 98.09 元; 外购仔猪头均利润-1138.92 元, 环比下跌 45.70 元。

本周全国猪价继续下跌。收储提振市场, 规模场报价多企稳, 北方养殖端对低价抵触情绪较强, 屠企采购难度加大, 猪价随之反弹, 但幅度较小; 南方屠企采购难度有所收紧, 市场有一定的观望情绪, 整体屠企采购难度不大, 猪价稳中偏弱调整。总体来看, 节前市场看涨情绪并不高, 供需博弈, 猪价稳中窄幅调整, 节后需求回落, 猪价或仍有回调风险。北方多地猪价跌破 12 元/kg, 养殖端抵触情绪增强; 中秋节临近, 屠企开工率提升, 屠企采购难度或有加大, 预计短期猪价或有窄幅反弹, 节后需求回落, 猪价或有回调。

图15: 本周生猪价格环比下跌 (元/公斤)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 本周自繁自养利润环比下跌 (元/头)



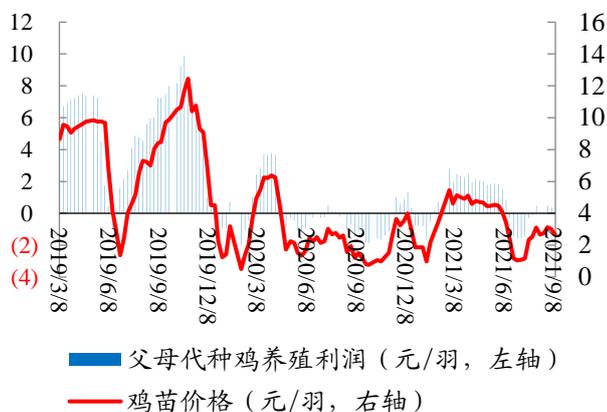
数据来源: Wind、开源证券研究所

**白羽肉鸡:** 据 Wind 数据, 本周鸡苗均价 2.21 元/羽, 环比下跌 16.29%; 毛鸡均价 7.60 元/公斤, 环比下跌 4.40%; 毛鸡养殖利润-2.05 元/羽, 环比下跌 1.57 元/羽。

中秋前市场毛鸡出栏量增加, 尤其一条龙企业集中出栏, 而节前鸡肉产品走货缓慢, 下游备货信心不足, 毛鸡价格继续回落探底, 低价跌至 7.3 元/公斤, 亏损严重;

随着肉鸡养殖亏损，养殖户抵触低价情绪渐起，关注冻品市场补货情绪，毛鸡价格节前持续偏弱。鸡苗方面，近期肉鸡养殖亏损加深，企业鸡苗补栏情绪减弱，种禽企业鸡苗订单减少，有停孵现象，苗价继续探底；小厂跌至1元/羽左右，规模品牌鸡苗为2.2元/羽。

图17: 本周鸡苗均价环比下跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

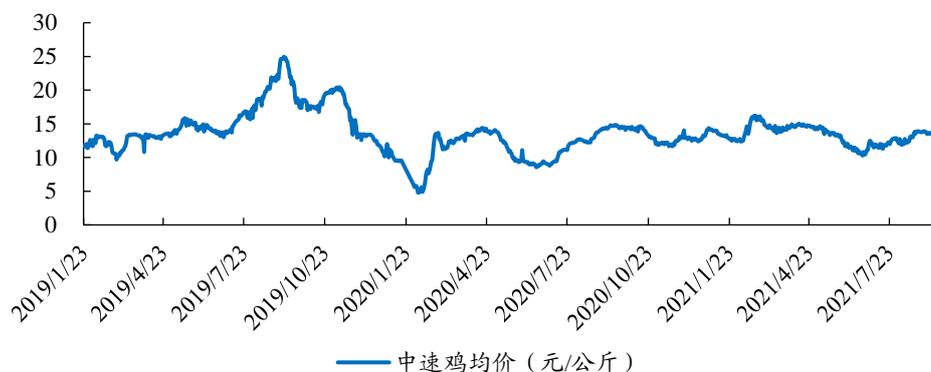
图18: 本周毛鸡主产区均价环比下跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

黄羽肉鸡: 据新牧网数据, 9月17日中速鸡均价13.5元/公斤, 环比下跌1.32%;

图19: 本周中速鸡价格环比下跌



数据来源: 新牧网、开源证券研究所

水产品: 据Wind数据, 上周草鱼价格19.79元/公斤, 环比下跌1.49%; 据海大农牧数据, 9月17日鲈鱼价格32.00元/公斤, 环比下跌1.54%; 9月16日对虾价格39.34元/公斤, 环比下跌0.86%。

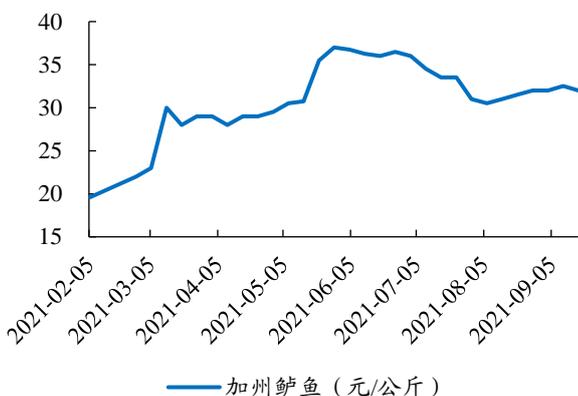
图20: 9.6-9.10 草鱼价格环比下跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

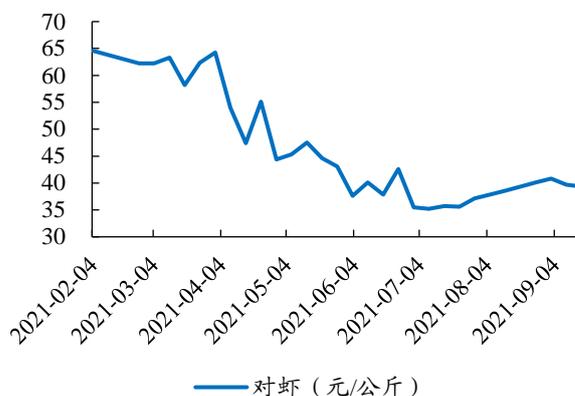
注: 草鱼价格滞后一周

图21: 9月17日鲈鱼价格环比下跌



数据来源: 海大农牧、开源证券研究所

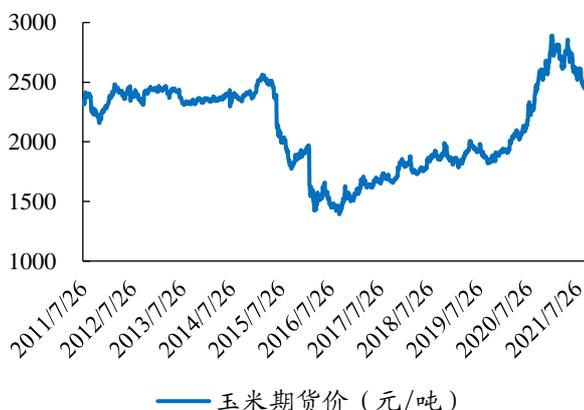
图22: 9月16日对虾价格环比下跌



数据来源: 海大农牧、开源证券研究所

大宗农产品: 据 Wind 数据, 本周大商所玉米期货活跃合约结算价为 2441 元/吨, 环比下跌 0.73%; 豆粕期货活跃合约结算价为 3570 元/吨, 环比上涨 2.73%。

图23: 本周玉米期货结算价环比下跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 本周豆粕期货结算价环比上涨

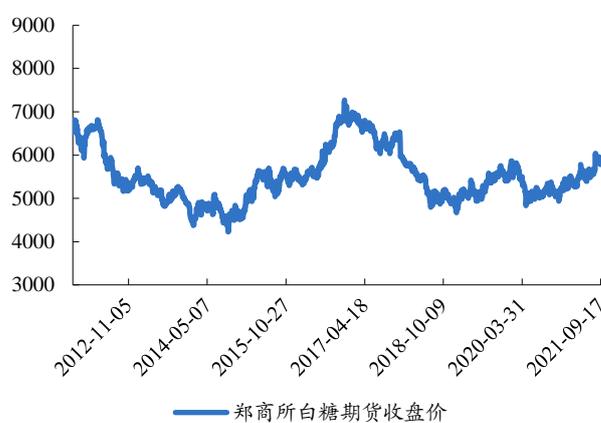


数据来源: Wind、开源证券研究所

糖: 据 Wind 数据, 国外糖价, NYBOT11 号糖 9 月 17 日收盘价 19.14 美分/磅, 环比上涨 1.59%。国内糖价, 郑商所白砂糖期货 9 月 17 日收盘价 5846 元/吨, 环比下跌 0.29%。

**图25: 本周 NYBOT11 号糖环比上涨 (美分/磅)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图26: 本周郑商所白糖收盘价环比下跌 (元/吨)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

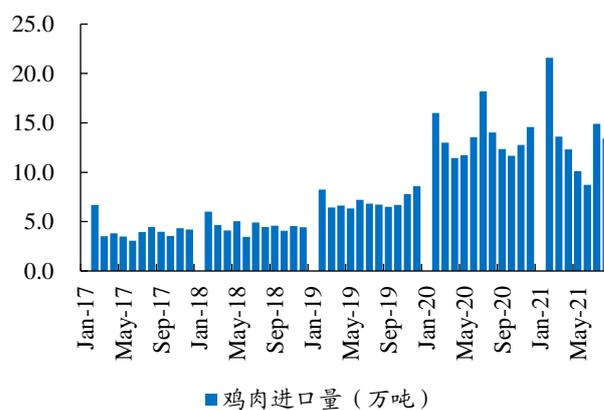
## 7、主要肉类进口量

猪肉进口: 据海关总署数据, 2021 年 8 月猪肉进口 28.0 万吨, 同比下降 20.0%。

禽肉进口: 据海关总署数据, 2021 年 8 月鸡肉进口 13.4 万吨, 同比下降 10.6%。

**图27: 2021 年 8 月猪肉进口量 28.0 万吨**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图28: 2021 年 8 月鸡肉进口量 13.4 万吨**


数据来源: 海关总署、农业农村部、开源证券研究所

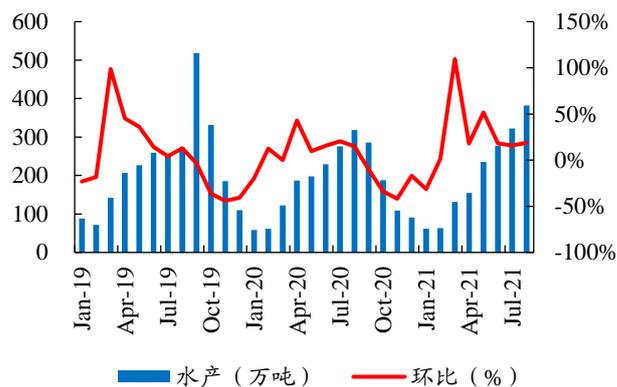
## 8、主要饲料产量

猪料: 据中国饲料工业协会数据, 2021 年 8 月猪料产量 1118 万吨, 环比及同比分别变动 6.9%、41.7%。

水产料: 据中国饲料工业协会数据, 2021 年 8 月水产料产量 382 万吨, 环比及同比分别变动 18.8%、19.0%。

**图29: 2021年8月猪料产量1118万吨**

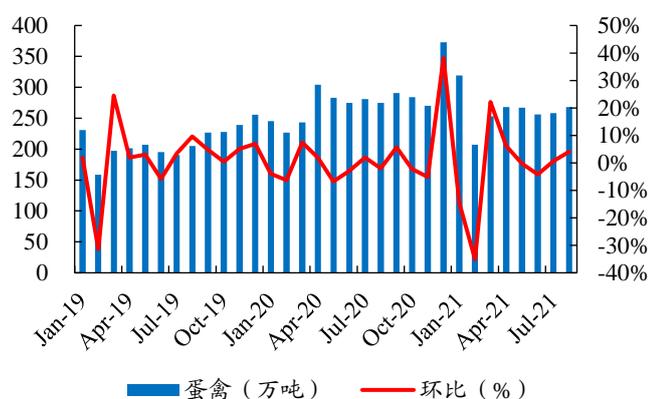

数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

**图30: 2021年8月水产料产量382万吨**


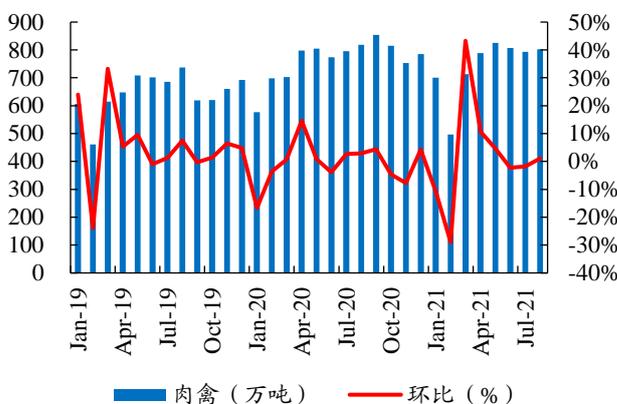
数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

**蛋禽料:** 据中国饲料工业协会数据, 2021年8月蛋禽料产量268万吨, 环比及同比分别变动4.0%、-4.5%。

**肉禽料:** 据中国饲料工业协会数据, 2021年8月肉禽料产量802万吨, 环比及同比分别变动1.1%、-4.1%。

**图31: 2021年8月蛋禽料产量268万吨**


数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

**图32: 2021年8月肉禽料产量802万吨**


数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

## 9、风险提示

宏观经济下行, 农产品价格大幅下跌; 非洲猪瘟疫情恶化, 上市企业出栏量不及预期; 新冠疫情加重, 消费需求复苏慢于预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn