

农林牧渔

报告日期：2023 年 02 月 20 日

短期淡化猪价反弹，白鸡景气周期将至

——行业周报

投资要点

□ 摘要

受收储政策提振和二育影响，猪价底部反弹，但行业仍处于深度亏损中，产能去化有望加速。白羽鸡上游供给收缩逐步显现，产业链景气周期将至。中央一号文件发布，生物育种产业化大幕将启。

□ 本周核心观点

【生猪养殖】短期淡化猪价反弹，关注产能去化

据博亚和讯统计，本周全国生猪均价 14.60 元/kg，环比上涨 3.71%，同比上涨 20.08%；自繁自养亏损 336.30 元/头，环比亏损减轻 15.10%，同比增加 32.08%；外购养殖出栏亏损 391.46 元/头，环比亏损减轻 12.26%，同比加重 161.25%。

收储提振信心，猪价小幅上涨。据发改委官方公众号 2 月 17 日文章，近期将收储 2 万吨冻猪肉，并指导各地同步开展地方政府猪肉储备收储。受政策提振，短期市场看涨情绪浓烈，养殖户压栏积极性提高，叠加二次育肥进场抢夺猪源，屠企收猪难度增加，猪价应声上涨。

淡化猪价反弹，关注产能去化。虽然近期猪价连续多日小幅上涨，但仍低于行业成本线，全行业仍处于深度亏损中，考虑到一季度肉类消费清淡，我们维持 23Q1 猪价弱反弹的判断，持续亏损下行业现金流收紧，产能去化有望加速。

投资建议：我们认为 22 年 12 月以来行业产能持续出清，为 23 年下半年高猪价提供支撑，预计 2023 年整体猪价中枢高于 2022 年，养殖利润有望在 23Q2 逐渐修复。当前上市公司头均市值回调充分，建议积极参与，持续亏损背景下，优选成本优势突出、现金流充裕的企业，推荐养殖成本绝对领先的龙头【牧原股份】、出栏重回增长的【温氏股份】、兼具出栏弹性和安全边际的【新五丰】、【天康生物】，关注【巨星农牧】、【华统股份】。

【白羽肉鸡】供给收缩显现，景气周期将至

据畜牧业协会禽业分会信息，截至 2 月 12 日，商品代鸡苗售价 4.21 元/只，连续 5 周上涨；据益生股份官网报价，2 月 20 日益生鸡苗报价 5.0 元/只，日涨幅 0.2 元/只，周涨幅 0.5 元/只，月涨幅 1.5 元/只。

供给收缩显现，景气周期将至。据畜牧业协会禽业分会信息，22 年国内祖代种鸡更新量减少至 96 万套，同比下降 25%；据博亚和讯统计，23 年 1 月白羽祖代种鸡更新量 3 万套，同比下降 80.65%，且仅为国内自繁，海外引种量为 0。根据白羽鸡繁育周期推算，我们预计由引种减量造成的上游供给收缩将在 2023Q2 逐步显现，父母代鸡苗、商品代鸡苗有望相继涨价，产业链景气周期将至，在产祖代和父母代种鸡存栏的持续下降，将是 2 季度鸡肉产业链全面腾飞的基础。

投资建议：白羽鸡投资主要围绕 2 条主线：其一关注上游主营鸡苗销售业务的【民和股份】、【益生股份】，鸡苗价格波动大，公司业绩弹性可观；其二关注产业链一体化龙头【圣农发展】和下游优质标的【仙坛股份】，消费端的恢复最先传导至鸡肉及食品加工企业，业绩改善将率先兑现。

【动保】Q1 毛利率修复有限，重点关注非瘟疫苗进展

板块 Q1 毛利率修复有限。动保板块的景气周期略滞后于养殖行业，23Q1 受养殖亏损拖累，预计板块毛利率修复仍面临较大压力，在 23Q2 养殖利润重新修复后，下游对动保产品议价情绪降低，动保企业有望迎来量价齐升，板块业绩有望实现逐季改善。当前板块估值对应 2023 年业绩仍处于相对底部，具备较高的安全边际。

行业评级：看好(维持)

分析师：孟维肖

执业证书号：S1230521120002
mengweixiao@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《生物育种产业化大幕将启》
2023.02.15
- 2 《猪价持续低迷，产能出清加速》
2023.02.13
- 3 《生猪产能出清加速，关注转基因政策推进》
2023.02.06

关注非瘟疫苗申报阶段性进展。目前国内非瘟疫苗研发主要有3条路线：一是基因缺失苗，目前尚存安全性问题，研发进度基本处于搁置状态；二是亚单位路线（兰研所和普莱柯）；三是活载体路线（科前生物和军事兽医研究所）。亚单位和活载体两条路线不存在安全性的问题，主要是考察疫苗保护率，目前来看亚单位疫苗的研发处于比较靠前的位置。若非瘟疫苗实现商业化应用，参考口蹄疫疫苗，行业或迎来强扩容，行业竞争格局有望重塑。

投资建议：重点推荐【生物股份】，核心逻辑在于：1）养殖利润修复后，大单品口蹄疫苗价格战缓和，口蹄疫疫苗有望量利齐升；2）非口蹄疫疫苗发力已现成效，收入增速有望超预期；3）近期公司大股东全额认购定增，彰显发展信心。详见2023年1月4日发布的报告《生物股份深度：困境已过，再次腾飞》。其次推荐【普莱柯】，公司圆环、圆支二联疫苗表现亮眼，非瘟疫苗或贡献业绩。

建议重点关注【中牧股份】（市场苗逆势增长，化药表现亮眼）；【科前生物】（猪苗龙头，业绩与猪周期强相关）。

【种业】中央一号文件发布，生物育种产业化大幕将启

2023年2月13日，中央一号文件发布，文件强调：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。回顾历年一号文件对生物育种的表述，从2021年的“有序推进生物育种产业化应用”，到2022年的“启动农业生物育种重大项目”，再到2023年的“全面实施生物育种重大项目，加快产业化步伐”，表明国家坚定支持生物育种产业化的政策导向逐渐明确，我们认为后续有关转基因品种审定、性状收费以及知识产权保护等方面可能有进一步的细则出台，生物育种产业化或在2023年正式拉开序幕。

投资建议：转基因性状研发耗时长、投入大铸就了行业极高的竞争壁垒，一旦生物育种实现产业化，转基因性状储备领先的技术公司或将实现盈利从0到1的突破，头部种企业或将实现业绩和市占率的进一步提升。重点推荐【大北农】（转基因性状储备最多，先发优势明显）、【隆平高科】（玉米和水稻种子龙头，转基因技术优势大幅提升）；关注【登海种业】（传统玉米种业优势明显，有望和性状公司达成合作）。

- **风险提示：**畜禽产品价格不及预期、疫病大规模爆发、原材料价格大幅波动、第三方数据可信性风险。

正文目录

1. 行情回顾	6
1.1 行业表现	6
1.2 估值表现	6
1.3 个股表现	7
2. 行业动态跟踪	8
3. 新闻动态	15
3.1 企业动态	15
4. 风险提示	15

图表目录

图 1: 上周各申万一级行业涨跌幅排名	6
图 2: 上周指数涨跌幅	6
图 3: 上周农林牧渔子板块涨跌幅	6
图 4: 农林牧渔行业市盈率 PE (TTM) 变化情况	7
图 5: 农林牧渔行业市净率 PB 变化情况	7
图 6: 农林牧渔细分板块市盈率排行	7
图 7: 22 个省市生猪、仔猪价格 (元/公斤)	8
图 8: 全国猪粮比价	8
图 9: 全国猪料比价	8
图 10: 二元母猪均价 (元/公斤)	8
图 11: 自繁自养生猪、外购仔猪养殖利润 (元/头)	9
图 12: 猪肉进口量 (万吨)	9
图 13: 后备祖代鸡存栏 (万套)	9
图 14: 在产祖代鸡存栏 (万套)	9
图 15: 父母代鸡苗价格震荡偏强 (元/套)	9
图 16: 商品代鸡苗价格上涨明显 (元/羽)	9
图 17: 肉鸡苗均价走势 (元/羽)	10
图 18: 白羽肉鸡均价走势 (元/公斤)	10
图 19: 鸡产品均价走势 (元/公斤)	10
图 20: 白条鸡均价走势 (元/公斤)	10
图 21: 毛鸡、父母代种鸡养殖利润 (元/羽)	10
图 22: 白羽肉鸡孵化场利润、毛鸡屠宰利润 (元/羽)	10
图 23: 主产区毛鸭价格走势 (元/斤)	11
图 24: 主产区鸭苗价格走势 (元/只)	11
图 25: 玉米现货均价 (元/吨)	11
图 26: 小麦现货均价 (元/吨)	11
图 27: 大豆现货均价 (元/吨)	11
图 28: 豆粕现货均价 (元/吨)	11
图 29: 早稻现货均价 (元/吨)	12
图 30: 中晚稻现货均价 (元/吨)	12
图 31: 一级白糖经销价 (元/吨)	12
图 32: 原糖国际现货价 (美分/磅)	12
图 33: 国内棉花现货均价 (元/吨)	12
图 34: 国际棉花现货均价 (美元/磅)	12
图 35: 肉鸡和蛋鸡饲料价格 (元/公斤)	13
图 36: 育肥猪配合饲料价格 (元/公斤)	13
图 37: 饲料产量月度变化 (万吨)	13
图 38: 猪饲料产量月度变化	13
图 39: 水产饲料产量月度变化	14
图 40: 禽饲料产量月度变化	14
图 41: 鲤鱼均价 (元/公斤)	14
图 42: 草鱼均价 (元/公斤)	14

图 43: 鲫鱼均价 (元/公斤)	14
图 44: 大带鱼均价 (元/公斤)	14
图 45: 扇贝、海参大宗价 (元/公斤)	15
图 46: 对虾、鲍鱼大宗价 (元/公斤)	15
表 1: 一周涨幅和跌幅前 10 的公司排名	7

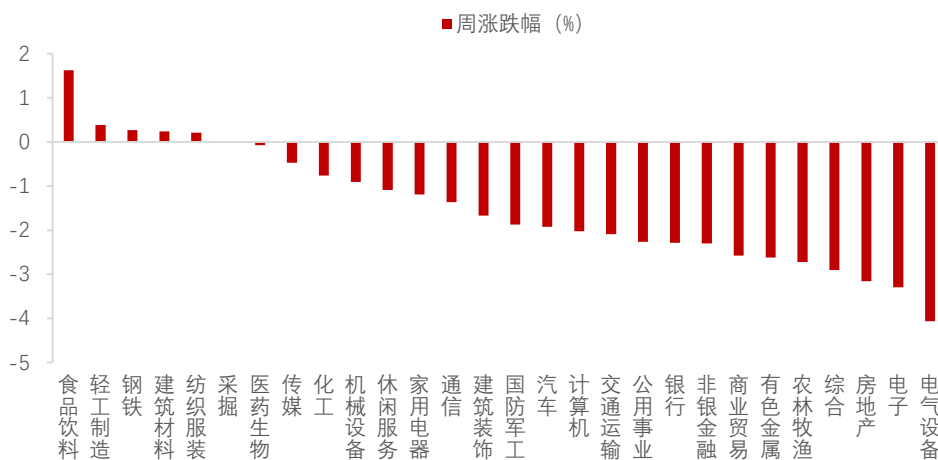
1. 行情回顾

1.1 行业表现

农林牧渔板块跑输大盘。上周（2023/2/13—2023/2/17）28个申万一级行业中有5个行业上涨，上证综指收于3,224.02，周下跌1.12%；沪深300指数收于4,034.51周下跌1.75%；申万农林牧渔指数收于3,333.94，周下跌2.72%，跑输上证综指1.6个百分点，跑输沪深300指数0.97个百分点，在28个申万一级行业中排名第24位。

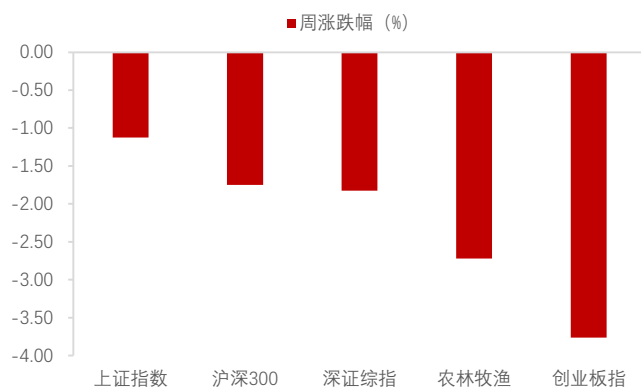
从农林牧渔子板块来看，上周农产品加工/动物保健/渔业/畜禽养殖/饲料/种植业板块涨跌幅分别为-0.78%/-0.88%/-1.70%/-2.42%/-3.87%/-5.00%。

图1： 上周各申万一级行业涨跌幅排名



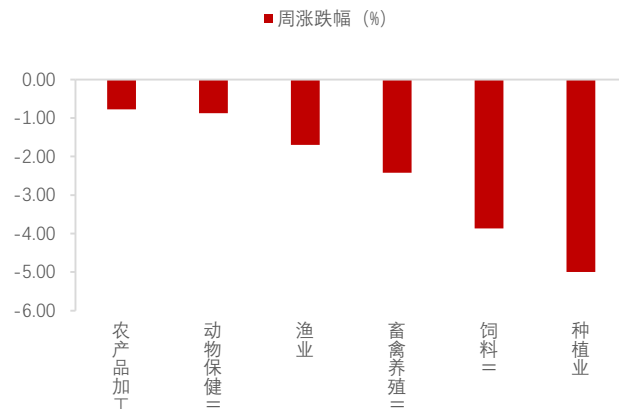
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图2： 上周指数涨跌幅



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图3： 上周农林牧渔子板块涨跌幅



资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.2 估值表现

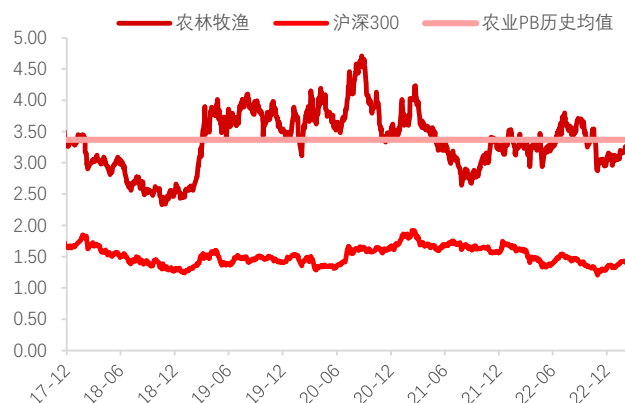
截至2023年2月17日，申万一级农林牧渔行业的市盈率PE（TTM）为99.33倍，市净率PB为3.13倍。各细分行业中，畜禽养殖业因为业绩刚刚扭亏市盈率高达631.24。

图4: 农林牧渔行业市盈率 PE (TTM) 变化情况



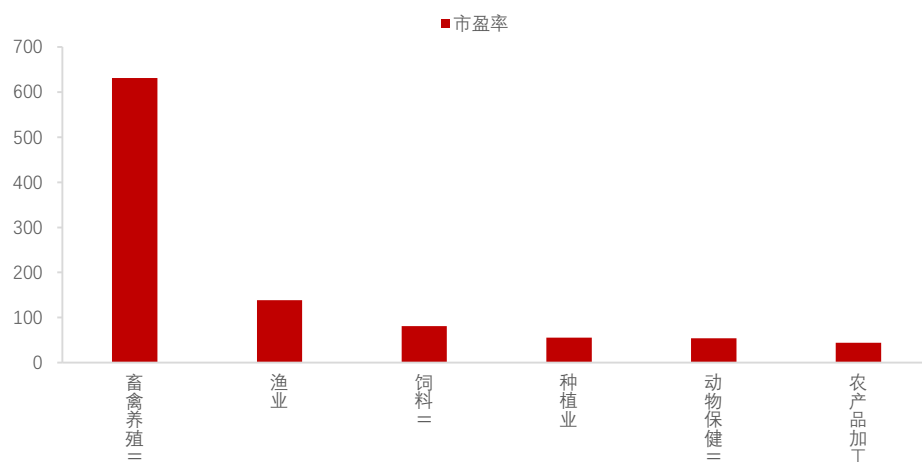
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图5: 农林牧渔行业市净率 PB 变化情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图6: 农林牧渔细分板块市盈率排行



资料来源: Wind、浙商证券研究所

1.3 个股表现

农林牧渔个股方面,涨幅位居前5名的个股分别是华英农业(6.10%)、德利股份(5.90%)、湘佳股份(3.57%)、天马科技(3.43%)、*ST东洋(3.37%);跌幅位居前五的分别是大北农(-12.09%)、荃银高科(-9.90%)、*ST敦种(-8.94%)、绿康生化(-8.57%)、万向德农(-7.25%)。

表1: 一周涨幅和跌幅前10的公司排名

公司代码	公司名称	周涨跌幅(%)	公司代码	公司名称	周涨跌幅(%)
002321.SZ	华英农业	6.10	000713.SZ	丰乐种业	-5.31
605198.SH	德利股份	5.90	002679.SZ	福建金森	-5.47
002982.SZ	湘佳股份	3.57	600313.SH	农发种业	-5.77
603668.SH	天马科技	3.43	000998.SZ	隆平高科	-6.13
002086.SZ	*ST东洋	3.37	002772.SZ	众兴菌业	-6.25
000735.SZ	罗牛山	3.06	600371.SH	万向德农	-7.25
600201.SH	生物股份	2.39	002868.SZ	绿康生化	-8.57
000048.SZ	京基智农	2.07	600354.SH	*ST敦种	-8.94
603718.SH	海利生物	1.50	300087.SZ	荃银高科	-9.90
300999.SZ	金龙鱼	1.26	002385.SZ	大北农	-12.09

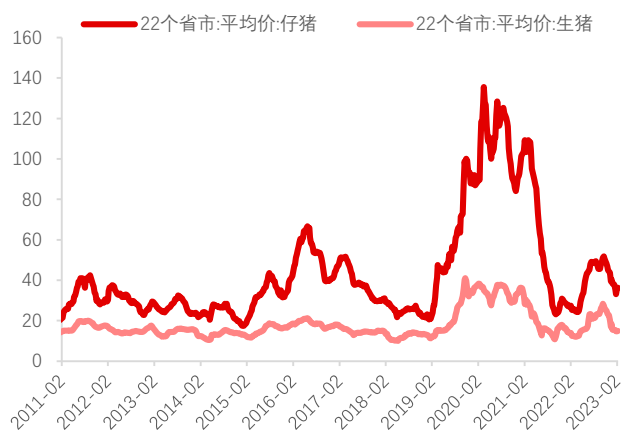
资料来源: Wind、浙商证券研究所

2. 行业动态跟踪

2.1 生猪养殖

供需博弈，猪价重心上移。本周全国生猪均价 14.60 元/kg，环比上涨 3.71%，同比上涨 20.08%；猪粮比 5.13: 1，环比上涨 4.25%，猪料比价 3.76: 1，环比上涨 3.71%；自繁自养亏损 336.30 元/头，环比亏损减轻 15.10%，同比增加 32.08%；外购养殖出栏亏损 391.46 元/头，环比亏损减轻 12.26%，同比加重 161.25%；本周仔猪均价 31.26 元/kg，环比上涨 5.33%，同比上涨 30.92%；二元母猪价格 32.04 元/kg，环比下跌 1.23%，同比下跌 2.60%。

图7： 22个省市生猪、仔猪价格（元/公斤）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图8： 全国猪粮比价



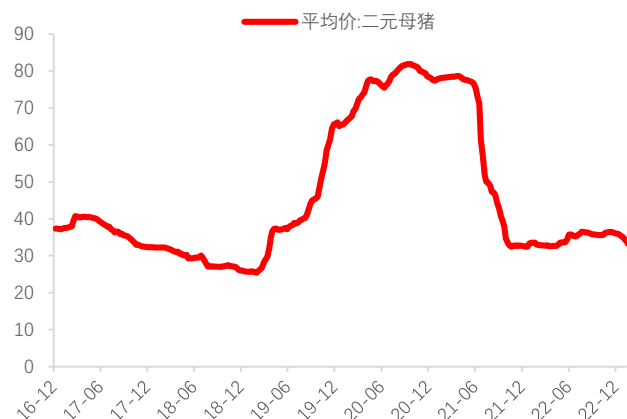
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图9： 全国猪料比价



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图10： 二元母猪均价（元/公斤）



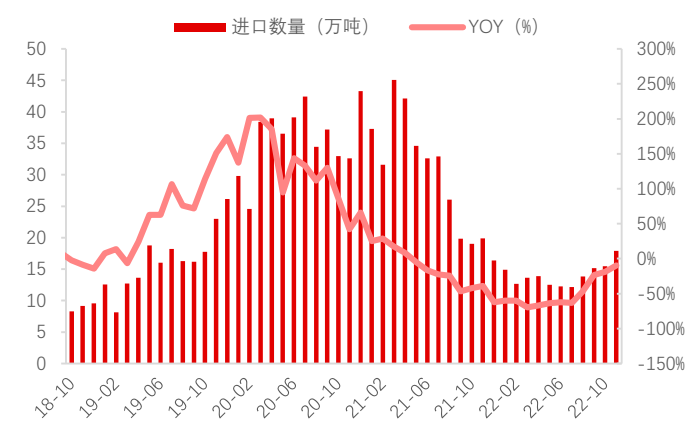
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图11: 自繁自养生猪、外购仔猪养殖利润(元/头)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图12: 猪肉进口量(万吨)

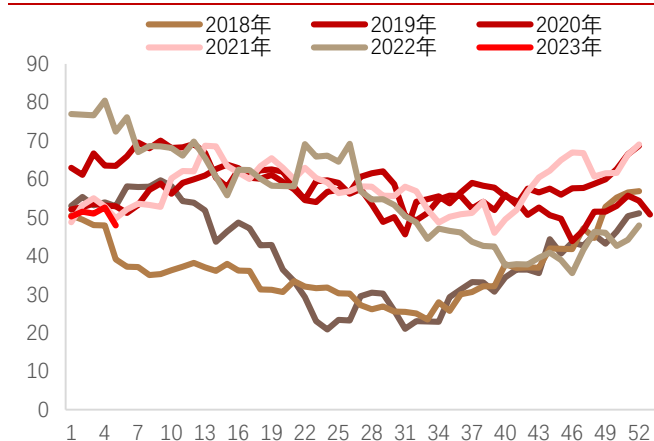


资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.2 肉禽动态

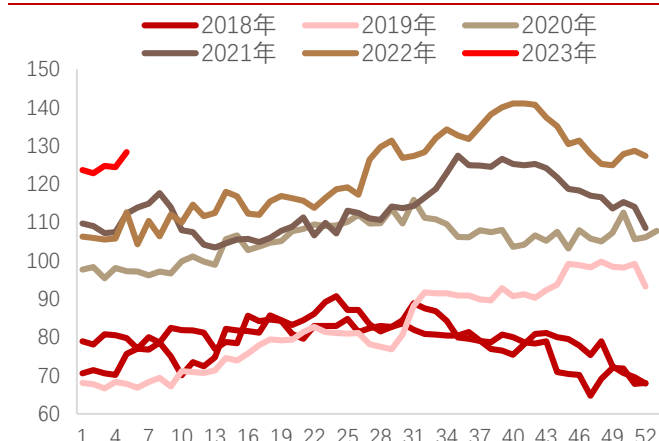
1. 白羽肉鸡: 据畜牧业协会禽业分会信息,截至2月12日,商品代鸡苗售价4.21元/只,连续5周上涨;据益生股份官网报价,2月20日益生鸡苗报价5.0元/只,日涨幅0.2元/只,周涨幅0.5元/只,月涨幅1.5元/只。

图13: 后备祖代鸡存栏(万套)



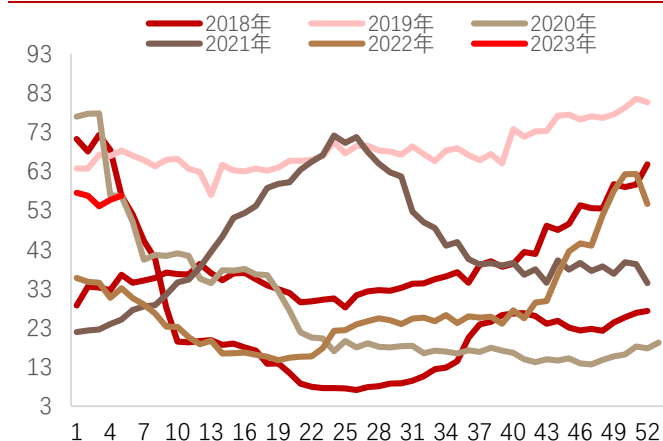
资料来源: 畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图14: 在产祖代鸡存栏(万套)



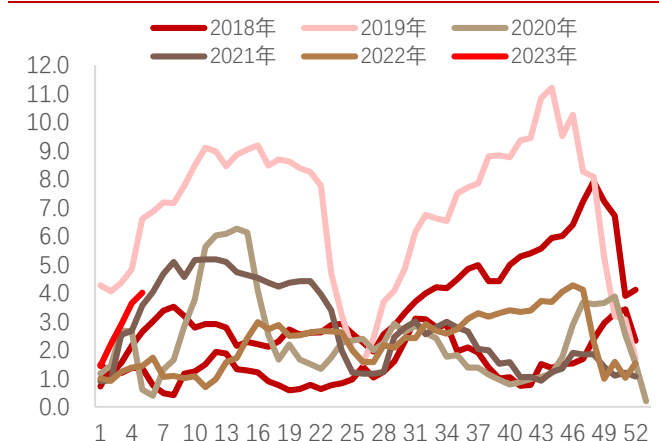
资料来源: 畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图15: 父母代鸡苗价格震荡偏强(元/套)



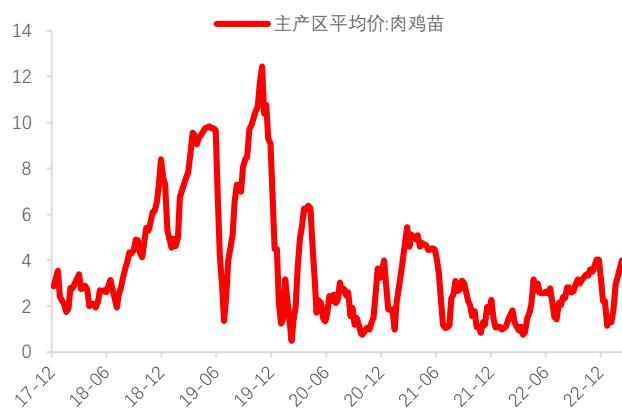
资料来源: 畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图16: 商品代鸡苗价格上涨明显(元/羽)



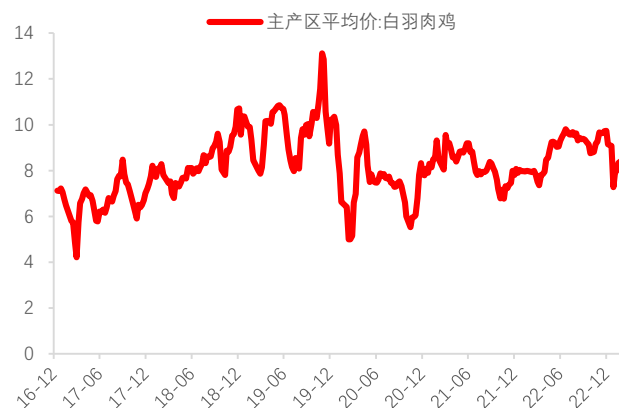
资料来源: 畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图17: 肉鸡苗平均价走势(元/羽)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图18: 白羽肉鸡平均价走势(元/公斤)



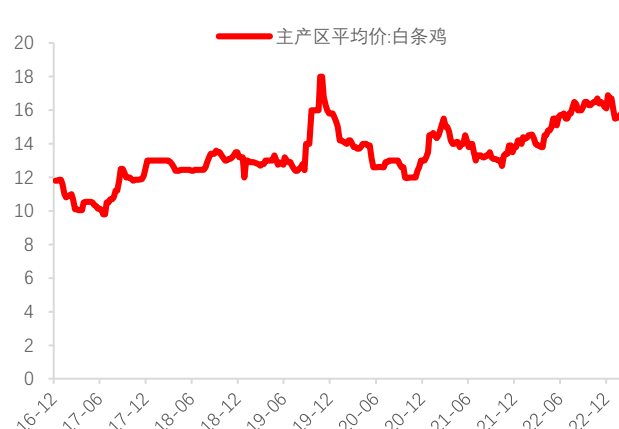
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图19: 鸡产品平均价走势(元/公斤)



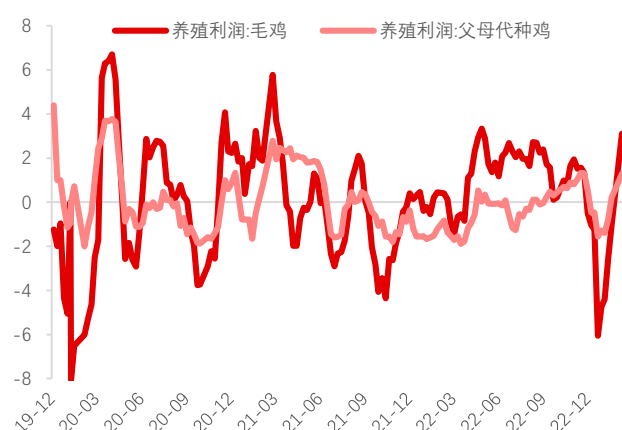
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图20: 白羽鸡平均价走势(元/公斤)



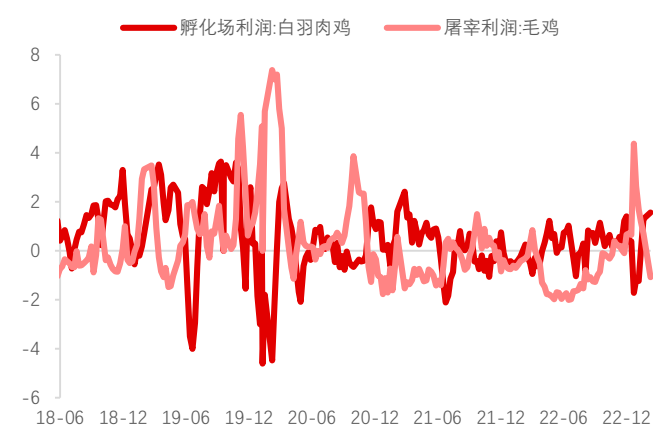
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图21: 毛鸡、父母代种鸡养殖利润(元/羽)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

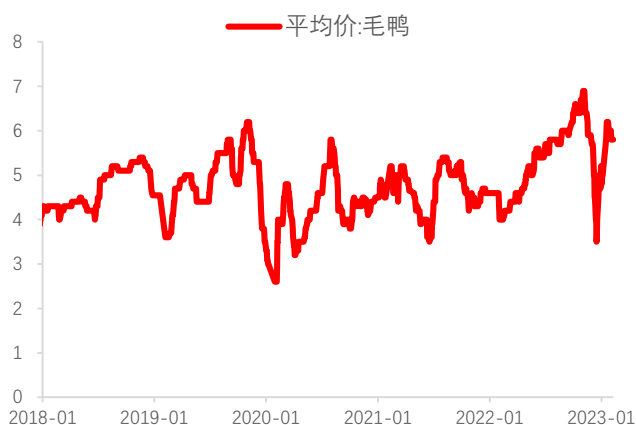
图22: 白羽肉鸡孵化场利润、毛鸡屠宰利润(元/羽)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

2. 肉鸭: 毛鸭价格震荡偏强, 苗价高位回落。本周肉鸭出栏量有限, 南方活禽市场平淡, 北方肉鸭价格小幅偏强, 南方肉鸭涨后企稳; 鸭苗价格高位回落。本周肉鸭价格 10.93 元/公斤, 环比上涨 1.62%; 鸭苗价格 5.56 元/羽, 环比下降 19.00%。

图23: 主产区毛鸭价格走势(元/斤)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图24: 主产区鸭苗价格走势(元/只)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.3 粮食价格动态

玉米、小麦、豆粕价格均下降,大豆价格持平。截至2月17日,玉米现货均价为2,909元/吨,环比下降0.10%;小麦现货均价为3,189元/吨,环比下降0.47%;大豆现货均价为5,340元/吨,环比持平;豆粕现货均价为4,551.14元/吨,环比下降1.57%;早稻现货均价为2,656.00元/吨,环比持平;中晚稻现货均价为2,724.00元/吨,环比持平。

图25: 玉米现货均价(元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图26: 小麦现货均价(元/吨)



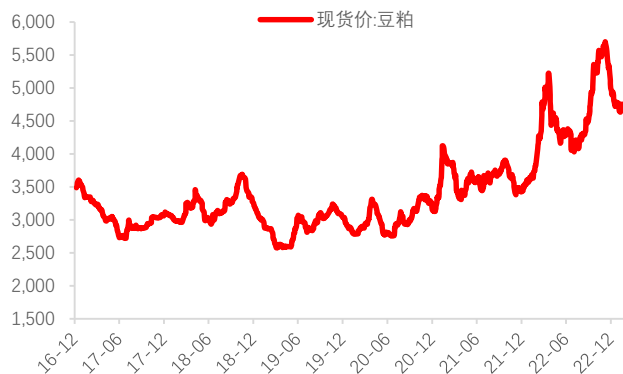
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图27: 大豆现货均价(元/吨)



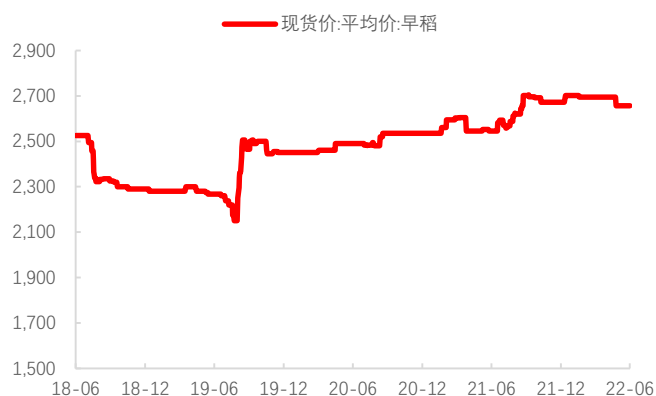
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图28: 豆粕现货均价(元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图29: 早稻现货平均价(元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图30: 中晚稻现货平均价(元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.4 糖和棉花价格动态

1. 白糖价格上涨。截至2月16日,一级白糖经销价为5,880元/吨,环比上涨0.03%;截至2月16日,原糖国际现货价为20.10美分/磅,环比上涨0.15%。

2. 棉花价格下跌。截至2月17日,国内棉花现货均价为15,602.31元/吨,环比下降1.78%;截至2月13日,国际棉花现货均价为0.8510美元/磅,环比持平。

图31: 一级白糖经销价(元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图32: 原糖国际现货价(美分/磅)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图33: 国内棉花现货均价(元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图34: 国际棉花现货均价(美元/磅)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

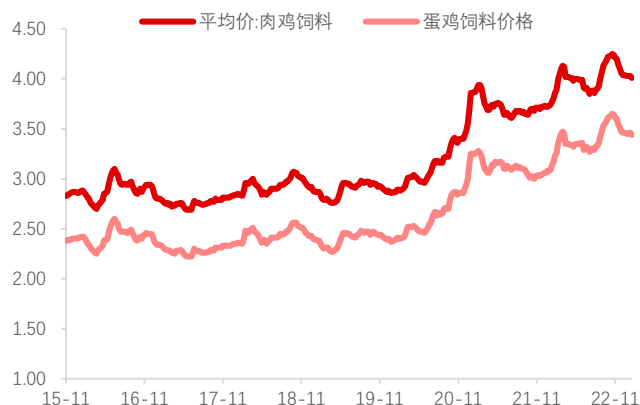
2.5 饲料动态

1. 饲料价格动态

肉鸡、蛋鸡饲料价格均环比下跌。截至2月8日，肉鸡饲料均价为4.01元/公斤，环比下跌0.50%；蛋鸡饲料均价为3.44元/公斤，环比下跌0.58%。

猪饲料价格环比持平。截至2月17日，育肥猪配合饲料均价为3.88元/公斤，环比持平。

图35：肉鸡和蛋鸡饲料价格（元/公斤）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图36：育肥猪配合饲料价格（元/公斤）

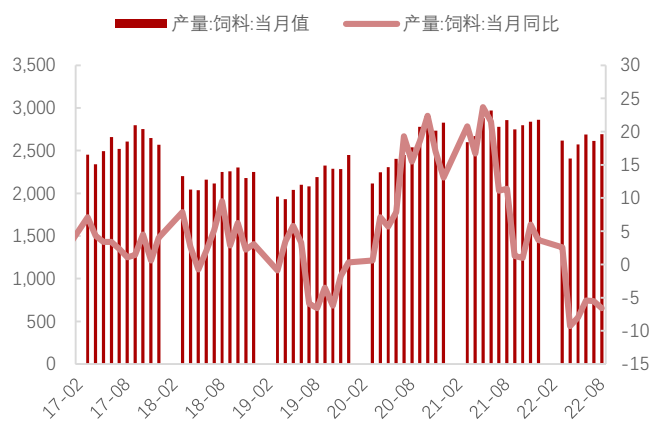


资料来源：Wind、浙商证券研究所

2. 饲料产量动态

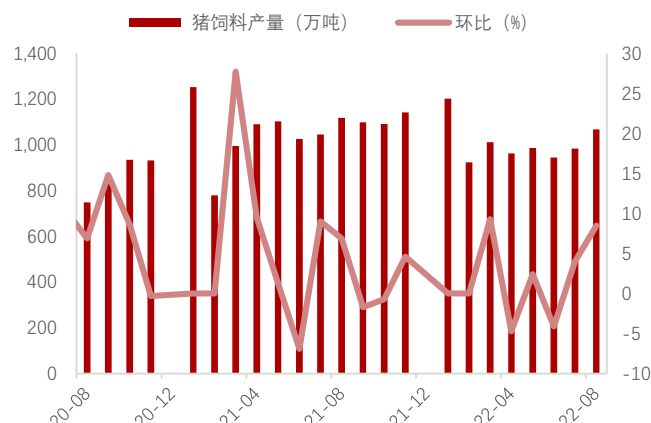
根据饲料工业协会的数据，2022年10月，全国工业饲料产量2672万吨，环比下降5.7%，同比增长0.2%。主要配合饲料、浓缩饲料产品出厂价格环比小幅增长，添加剂预混合饲料产品出厂价格以降为主。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为34.3%，环比增长3.6个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比15.2%，环比下降0.2个百分点。

图37：饲料产量月度变化（万吨）



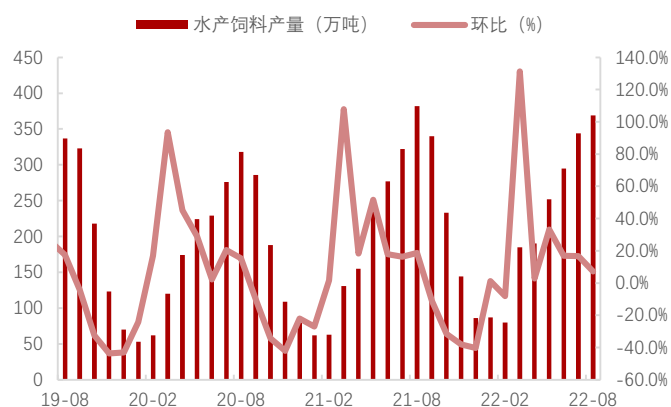
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图38：猪饲料产量月度变化



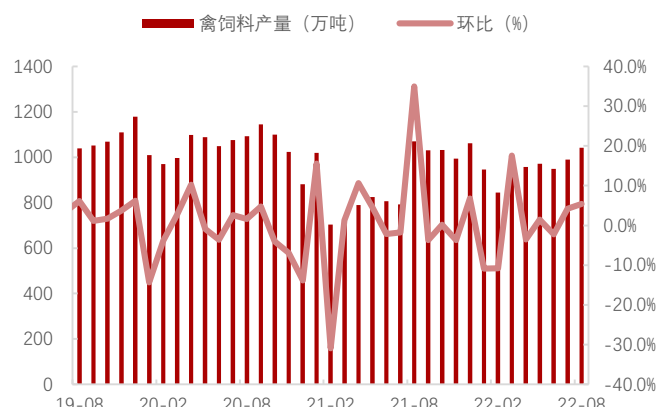
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图39: 水产饲料产量月度变化



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图40: 禽饲料产量月度变化



资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.6 水产养殖

1. 鱼价: 截至2月17日, 鲤鱼均价为12.00元/公斤, 周环比上涨4.35%; 草鱼均价为20.00元/公斤, 周环比持平; 鲫鱼均价为28.00元/公斤, 周环比持平; 大带鱼均价为54.00元/公斤, 周环比持平。

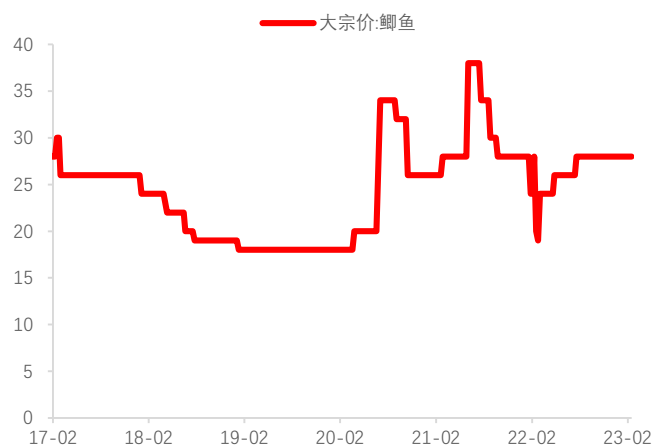
2. 海产品价格: 截至2月17日, 海参均价为136.00元/公斤, 周环比下降6.85%; 扇贝均价为8.00元/公斤, 周环比持平; 对虾均价为220.00元/公斤, 周环比持平; 鲍鱼均价为140.00元/公斤, 周环比持平。

图41: 鲤鱼均价(元/公斤)



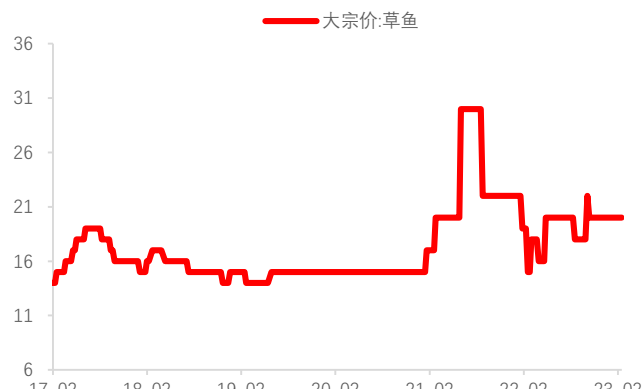
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图43: 鲫鱼均价(元/公斤)



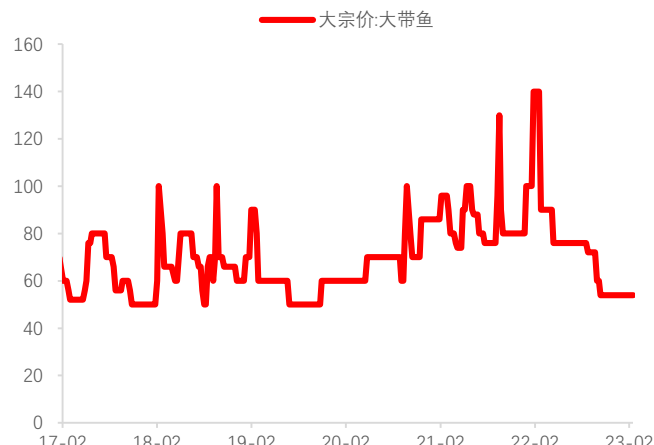
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图42: 草鱼均价(元/公斤)



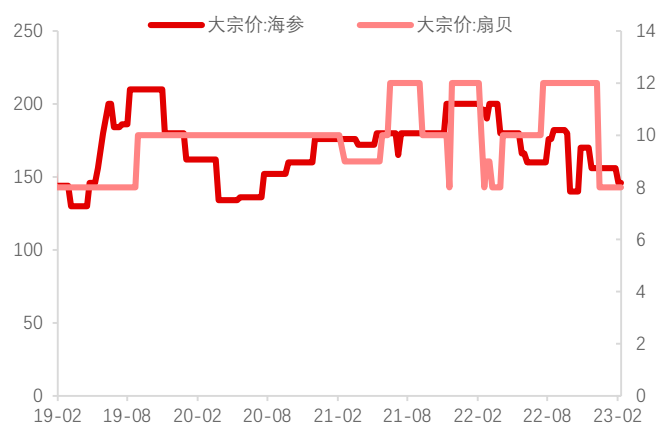
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图44: 大带鱼均价(元/公斤)



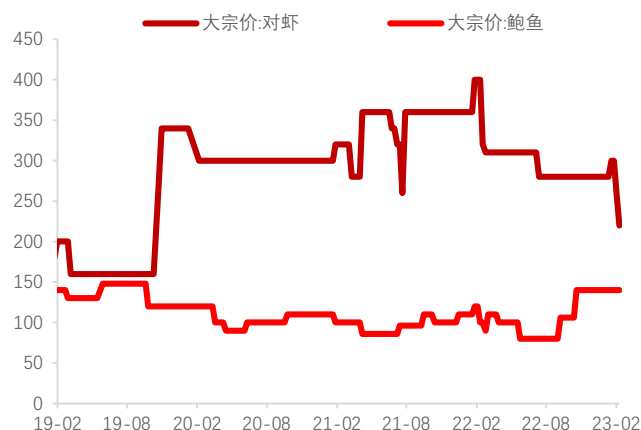
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图45: 扇贝、海参大宗价(元/公斤)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图46: 对虾、鲍鱼大宗价(元/公斤)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

3. 新闻动态

3.1 企业动态

1、京基智农: 1月底母猪存栏 11.03 万头, 育肥成本 17.20 元/kg

京基智农 2 月 14 日发布公告, 表明 2023 年 1 月, 公司累计销售生猪 13.46 万头 (其中仔猪 2.57 万头)。截至 1 月底, 公司母猪存栏 11.03 万头, 其中基础母猪 9.37 万头, 后备母猪 1.66 万头。1 月育肥猪平均生产成本为 17.20 元/kg, 断奶仔猪平均生产成本为 438 元/头。育肥猪平均生产成本较上月有一定反弹, 主要系季节因素影响生猪健康度所致。

2、牧原股份: 现阶段 PSY 在 27 左右, 全程存活率 86%, 窝均活仔数超过 12。

牧原股份 2 月 17 日发布公告, 公司 22 年末资产负债率较 22Q3 末有显著下降, 22 年全年平均商品猪成本在 15.7 元/公斤左右, 22Q4 降至 15.5 元/公斤以下; 公司 22 年共屠宰生猪超 700 万头, 屠宰板块亏损 7-8 亿元。养殖指标方面, 目前公司 PSY 在 27 左右, 全程存活率 86%, 窝均活仔数超过 12。资本开支方面, 公司预计 2023 年资本开支在 100-150 亿左右, 包括养殖场、屠宰厂建设及相关维修改造费用等。

4. 风险提示

(1) 畜禽产品价格不及预期。若猪、鸡等产品价格高度不及预期, 甚至可能跌破企业养殖成本线, 企业将面临亏损和资金链断裂的风险。

(2) 疫病大规模爆发。一旦大规模爆发非洲猪瘟、口蹄疫、高致病性禽流感类的高致死率疫病, 可能导致国内畜牧产业严重受损, 企业生产性生物资产将蒙受损失。

(3) 原材料价格大幅波动。原材料成本占养殖成本的主要组成部分, 若玉米、豆粕等原材料价格大幅波动将直接影响到企业盈利能力。

(4) 第三方数据可信性风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>