

困境已过，反转向上——农林牧渔行业 2023 年及 2024Q1 财报综述

Miao Li
miao.li@htisec.com

投资要点:

- **生猪养殖：23 年生猪出栏量大幅增长，24Q1 增速有所放缓。**23 年上市企业生猪出栏量大多大幅增长，合计出栏 1.7 亿头，同比+19.5%，合计市占率达到 23.7%。全国猪企 20 强（含非上市企业）23 年合计出栏 2.0 亿头，同比+21%，市占率达到 27.65%。24Q1 披露数据的 18 家公司，合计出栏同比+7.5%，增速显著放缓，其中有 7 家公司出现同比下降，10 家公司增速在 10% 以上。
- **生猪养殖：23 年普遍大幅亏损，资金压力加大。**23 年以生猪养殖为主业的公司合计亏损 141 亿元，扣非亏损达到 319 亿元；24Q1 合计亏损规模达到 60 亿元，大部分企业均出现不同程度的亏损。与此同时，大部分公司的资产负债率在 23 年有所提升，24Q1 仍然处于高位，资金压力显著加大。23 年行业内，天邦食品、傲农生物申请重整，正邦科技重整成功。
- **生猪养殖：资本开支下降，出栏量增速或将放缓。**23 年全年资本开支为 402 亿元，同比-14.1%；在建工程为 344.8 亿元，同比-23.7%；生产性生物资产为 241.9 亿元，同比-12.4%。我们预计，未来上市企业生猪出栏量增速将大幅放缓。
- **饲料：行业格局在困境中重塑。**23 年饲料行业整体面临较大压力，全国饲料总产量同比+6.6%，猪料销售市场面临萎缩，畜禽价格低迷导致养殖端压力向饲料端传导，水产饲料行业同时面临养殖端和成本端双重挤压。但上市企业的量利表现好于行业。海大集团和新希望 23 年外销量分别同比+11.7%和 0.4%。唐人神、大北农、天康生物销量也增长 10% 以上。从毛利率来看，主要企业的饲料业务毛利率大多有不同程度的上升，抬升幅度大多在 1pct 以内。
- **禽：产业链价格高开低走，消费整体低迷。**23 年 Q1 鸡苗和毛鸡价格均自 23 年 4 月份逐步走低，并在下半年持续处于低位，24 年以来价格有所上涨，但鸡苗价格涨幅优于毛鸡。不同企业业绩表现与其业务所处产业链位置相关，业务集中在上游的益生股份和民和股份，在 23 年整体呈现逐季下降的趋势，但在 24Q1 显著改善。而业务集中在中下游的圣农发展、禾丰股份等则在 23Q2-Q3 表现更好，24Q1 仍然承压。我们认为，今年全年产业链整体价格或优于去年，各主要公司的业绩表现或也好于去年。
- **种子：24Q1 利润短期承压，关注转基因进展。**种子板块主要企业 23 年营收和利润均有不错表现，但 24Q1 营收增速放缓，利润也多面临一定压力。我们预计，今年将是转基因产业化的一年，建议关注拥有技术和先发优势的大北农、隆平高科、登海种业等。
- **动保：业绩受下游行情低迷影响，关注非瘟疫苗进展。**受下游行情低迷影响，23 年及 24Q1 动保行业业绩承压。一方面，猪价低迷导致养殖户接种疫苗的积极性下降，行业需求端收缩；另一方面，养殖资金链紧张导致 23 年部分企业应收坏账损失大幅提升，业绩受到拖累。非瘟疫苗应急评价仍在进行中，未来若顺利上市，有望带动国内猪苗市场扩容，相关参与企业也将深度受益。建议关注评审进展。
- **宠物食品：24Q1 出口业务大幅改善，境内自主品牌快速发展。**宠物食品板块 23 年及 24Q1 表现优秀。海外业务方面，23 年上半年受海外去库存影响表现不佳，但下半年快速恢复，24Q1 同比低基数，均实现良好增长。国内业务方面，国产自主品牌持续建设，国产企业市占实现提升。我们认为，24 年主要企业仍将持续发力自主品牌，同时优化产品结构，营收及利润表现或进一步提升。
- **风险提示：**终端需求大幅不及预期；行业出现超预期疫病；相关研发进展大幅不及预期。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1.	生猪养殖：23 年量增利减，未来扩张速度或将放缓.....	5
1.1	23 年上市企业生猪出栏量大幅增长.....	5
1.2	23 年养猪大幅亏损，资金压力加大.....	6
1.3	资本开支下降，出栏量增速或将放缓.....	7
2.	饲料：行业格局在困境中重塑.....	8
3.	禽：产业链价格高开低走，消费整体低迷.....	11
4.	种子：24Q1 利润短期承压，关注转基因进展.....	12
5.	动保：业绩受下游行情低迷影响，关注非疫苗苗进展.....	14
6.	宠物食品：24Q1 出口业务大幅改善，境内自主品牌快速发展.....	15
7.	风险提示.....	17

图目录

图 1	23 年主要猪企出栏量大幅增长.....	5
图 2	上市企业生猪出栏量大多大幅增长.....	5
图 3	24Q1 主要上市公司生猪出栏同比增速.....	6
图 4	23 年主要猪企能繁母猪存栏同比增速.....	6
图 5	23 年上市猪企合计业绩情况.....	6
图 6	三家龙头养殖企业利润表现.....	6
图 7	主要上市养殖企业利润表现.....	7
图 8	正邦、天邦、傲农的能繁母猪存栏量（万头）有所下降.....	7
图 9	23 年主要猪企资本开支总额继续下降.....	7
图 10	23 年主要猪企在建工程规模下降.....	7
图 11	23 年主要猪企合计生产性生物资产同比下降.....	8
图 12	23 年主要猪企合计生产性生物资产走势.....	8
图 13	分企业生产性生物资产环比变化率.....	8
图 14	全国猪料、禽料、水产料年产量增速走势.....	9
图 15	23 年生猪养殖和白羽鸡养殖大多处于亏损状态.....	9
图 16	23 年以来玉米和豆粕价格走势.....	9
图 17	主要企业 23 年饲料销量及增速.....	10
图 18	主要企业 23 年猪料销量及增速.....	10
图 19	主要企业 23 年禽料销量及增速.....	10
图 20	主要企业 23 年水产料销量及增速.....	10
图 21	23 年大部分企业的饲料业务毛利率环比改善.....	10
图 22	23 年以来白羽肉鸡鸡苗和毛鸡价格走势.....	11
图 23	23 年以来白羽肉鸡产业链利润情况.....	11
图 24	23 年以来白羽肉鸡产业链利润情况（亿元）.....	12
图 25	种子板块营收和净利润增速走势.....	13
图 26	主要种子企业归母净利润变化情况.....	13
图 27	主要企业玉米种子业务收入增速.....	13
图 28	主要企业玉米种子业务毛利率变化.....	13
图 29	主要企业水稻种子业务收入增速.....	14
图 30	主要企业水稻种子业务毛利率变化.....	14

图 31	下游生猪养殖行业长期亏损.....	14
图 32	主要企业营收情况（亿元）.....	14
图 33	23 年主要动保企业信用减值损失情况（万元）.....	15
图 34	主要企业归母净利润情况.....	15
图 35	23 年国内宠物食品市场占有率情况.....	15
图 36	国内宠食自主品牌收入快速增长.....	15
图 37	24Q1 我国宠物食品出口量同比增长约 27.6%.....	16
图 38	24Q1 我国宠物食品出口额同比增速达 23.4%.....	16
图 39	24Q1 主要宠食企业营收情况.....	16
图 40	23 年主要宠食企业主粮产品营收占比.....	16
图 41	主要企业归母净利润情况（亿元）.....	16

1. 生猪养殖：23 年量增利减，未来扩张速度或将放缓

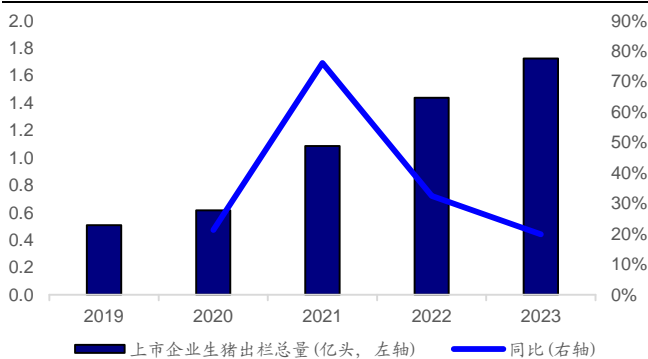
1.1 23 年上市企业生猪出栏量大幅增长

23 年上市主要猪企生猪出栏量大幅增长。23 年上市企业生猪出栏量大多大幅增长，合计出栏量达到 1.7 亿头，同比+19.5%，占全国出栏总量的 23.7%。23 年出栏量在 100 万头以上的 19 家上市企业中，只有正邦科技和金新农出栏量下降，牧原股份同比增速为 4%，其他企业的增速都在 10% 以上，有 12 家公司的增速在 30% 以上。如果考虑到双胞胎、正大等尚未上市的养殖龙头企业，全国前 20 强猪企 23 年出栏总量达到 2.0 亿头，同比+21%，占全国出栏总量的 27.65%，年出栏 100 万头以上的企业达到 31 家。

24Q1 主要上市企业出栏量大多继续增长，但增速放缓。从披露月度销售简报的 18 家企业来看，24Q1 合计出栏同比增速为 7.5%，较 23 年显著放缓。大部分公司的增速也显著放缓，18 家公司中有 7 家公司的一季度销量出现下降，且 6 家的降幅在 20% 以上；有 10 家公司的增速在 10% 以上，4 家公司增速在 20% 以上。神农集团出栏增速最高，达到了 40.9%，其次为温氏股份和华统股份，分别为 28.3% 和 23.0%。

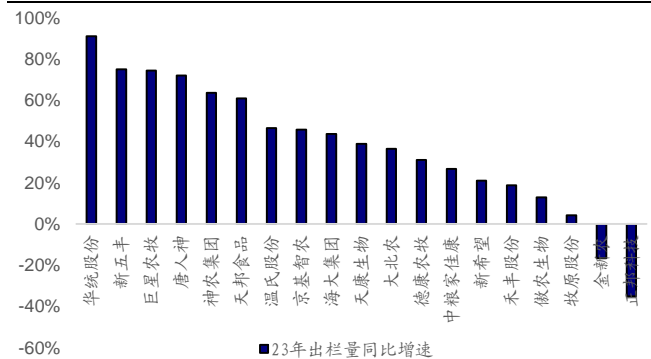
23 年行业养殖成本也有所下降。23 年全行业养殖成本均有不同程度的下降，根据农业农村部数据，23 年 12 月份的散养生猪和规模养殖成本分别为 2160/2097 元/头，同比分别下降了 8.8% 和 8.5%，如果以 120kg 均重计算，则意味着每公斤成本降幅分别为 1.74/1.62 元/kg。从上市公司来看，成本的下降也是主旋律，牧原股份 22 年和 23 年完全成本分别为 15.7/15 元/kg，温氏股份的肉猪综合成本分别为 17.2/16.7 元/kg。成本的下降一方面得益于饲料价格的下降，23 年玉米和豆粕价格均有不同程度的下降；另外一方面或主要得益于生产效率的提升。

图1 23 年主要猪企出栏量大幅增长¹



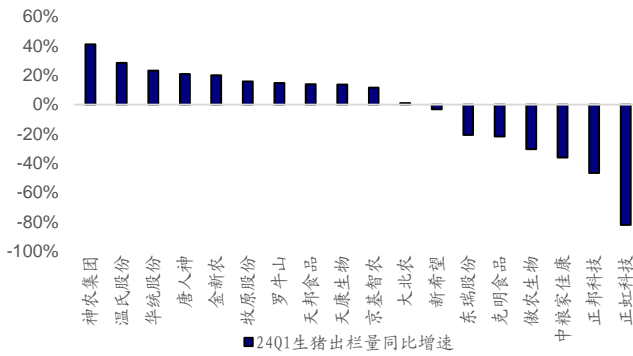
资料来源：Wind, HTI

图2 上市企业生猪出栏量大多大幅增长

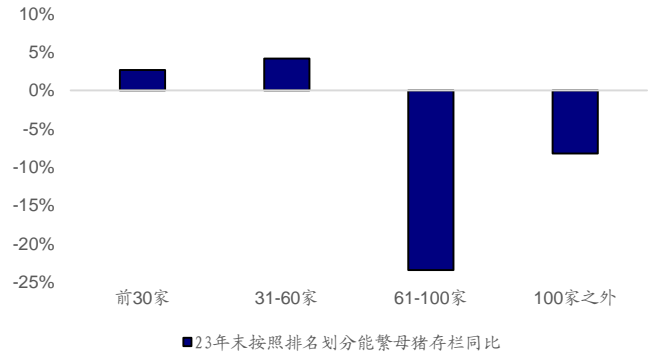


资料来源：Wind, HTI

¹ 包括了牧原股份、温氏股份、新希望、天邦食品、德康农牧、大北农、傲农生物、正邦科技、中粮家佳康、海大集团、唐人神、新五丰、天康生物、巨星农牧、华统股份、京基智农、神农集团、禾丰股份、金新农、立华股份、罗牛山、正虹科技、东瑞股份

图3 24Q1 主要上市公司生猪出栏同比增速


资料来源: Wind, HTI

图4 23 年主要猪企能繁母猪存栏同比增速


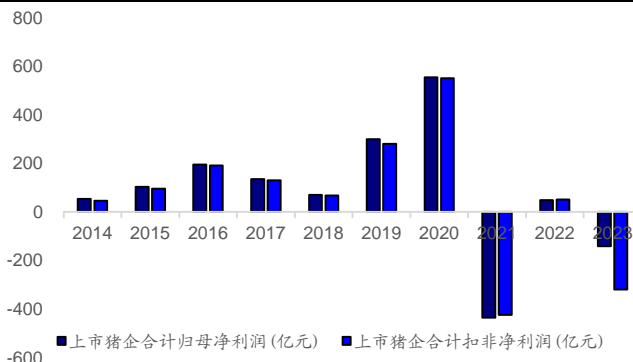
资料来源: 涌益咨询, HTI

1.2 23 年养猪大幅亏损，资金压力加大

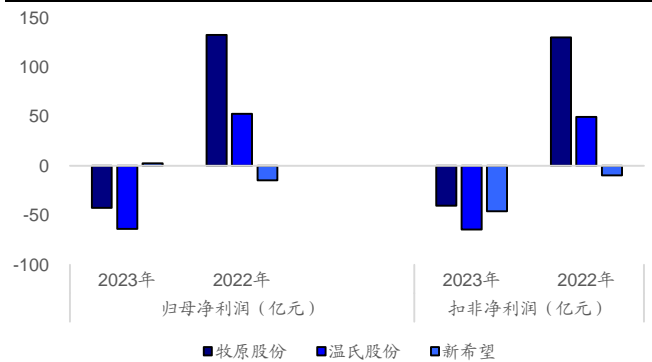
23 年生猪养殖普遍大幅亏损。从 A 股以生猪养殖业务为主业的主要公司来看²，23 年大幅亏损是普遍现象，主要企业合计亏损规模达到 141 亿元，扣非净利润合计亏损达到 319 亿元（非经常性损益主要是来自于新希望和正邦科技），而 22 年全年的总归母和扣非净利润分别为 49 亿元和 51 亿元。部分企业也出现了历史最大亏损，比如牧原股份 23 年亏损 42.6 亿元，为其上市以来第一次年度出现亏损，包括傲农生物、唐人神、新五丰、天康生物等多家公司的年度亏损金额也创下其历史之最。24Q1 也大多继续亏损，合计亏损规模达到 60 亿元。

大部分企业经营性现金流流入，但负债压力仍在上升。23 年大部分企业经营性现金流为正，仅有少数几个企业的经营性现金流为流出，24Q1 的情况类似。这或许是因为虽然 23 年以来猪价整体处于低位，猪价也低于主要公司的养殖成本导致亏损，但猪价或高于部分公司的生产成本（不含折旧）。同时，部分企业也有饲料等具有良好现金流的业务。但是大部分企业仍有较大的负债压力，仅有正邦科技和京基智农 23 年年报的资产负债率同比下降，其他企业均有不同程度的上升，24Q1 的主要企业的资产负债率也仍然处于相对高位，中位数水平为 65%，仅有神农集团和东瑞股份的资产负债率低于 50%。

天邦食品和傲农生物申请破产重整，正邦科技重整成功。在巨大的资金压力之下，傲农生物和天邦食品先后因债务问题而进入重整，正邦科技则在 23 年重整成功。自 21 年以来的猪价下行周期中，正邦科技、天邦食品、傲农生物三家大型生猪养殖企业先后遭遇资金问题，侧面反映出了本轮猪价下行过程中养殖企业所面临的巨大压力。这三家企业的能繁母猪数量也有显著的下降。

图5 23 年上市猪企合计业绩情况


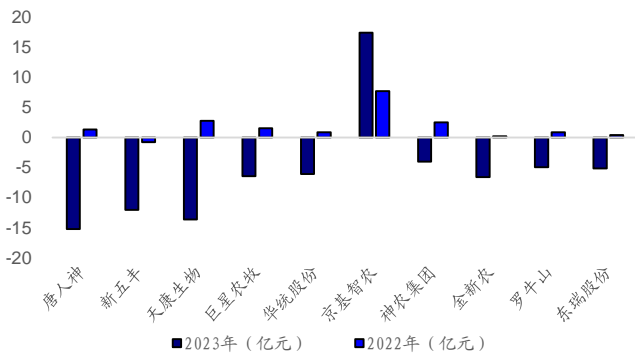
资料来源: Wind, HTI

图6 三家龙头养殖企业利润表现


资料来源: Wind, HTI

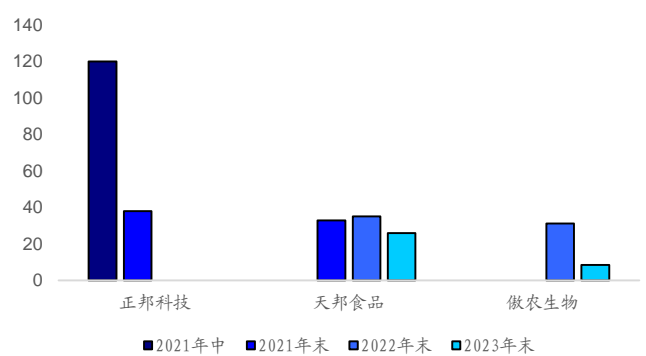
² 包括牧原股份、温氏股份、新希望、天邦食品、傲农生物、正邦科技、唐人神、新五丰、天康生物、巨星农牧、华统股份、京基智农、神农集团、金新农、罗牛山、东瑞股份

图7 主要上市养殖企业利润表现



资料来源: Wind, HTI

图8 正邦、天邦、傲农的能繁母猪存栏量(万头)有所下降



资料来源: 公司年报、投资者关系活动记录表, HTI

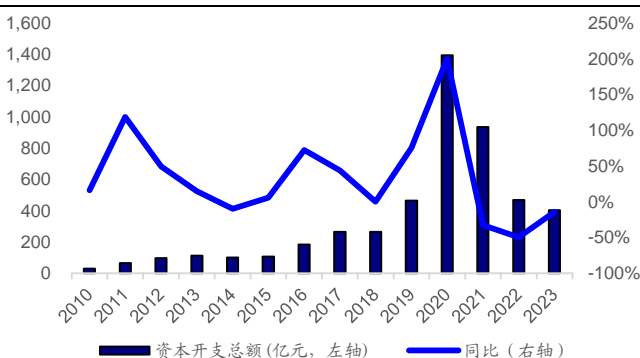
1.3 资本开支下降, 出栏量增速或将放缓

23年资本开支下降, 在建工程下降。经历了2019和2020年的高猪价之后, 行业进入到大幅扩产周期, 资本开支大幅扩张, 20年行业内主要生猪公司的合计资本开支规模达到1394亿元, 这也决定了21-23年上市公司生猪出栏量的上升。但21年以来随着猪价下行, 资本开支也逐渐下降, 23年总资本开支为402亿元, 同比-14.1%, 总在建工程为344.8亿元, 同比-23.7%。

生产性生物资产有所下降。23年年末主要养殖企业的生产性生物资产合计241.9亿, 同比-12.4%, 22年同比-3.1%。如果剔除正邦科技、天邦食品和傲农生物之后, 合计生产性生物资产为225.8亿元, 同比-7.6%, 22年同比+3.0%。分企业来看, 牧原股份、新五丰、神农集团同比有较大的增幅。行业整体生产性生物资产下降的原因有两个, 一是部分企业主动控制产能, 能繁母猪数量也有所下降, 二是随着养殖成本下降, 各企业的能繁母猪账面价值或也有所下降。

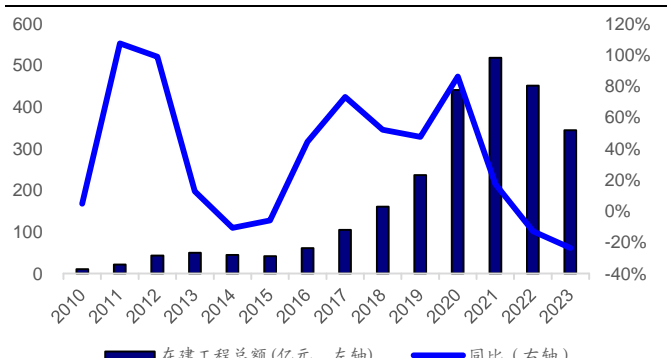
我们预计24年上市企业生猪出栏量增速或将放缓。综合来看, 23年主要生猪养殖企业的资本开支下降、在建工程下降、生产性生物资产下降, 这意味着主要企业的产能扩张放缓, 今年以及明年生猪出栏量增速或较过去三年有显著放缓。

图9 23年主要猪企资本开支总额继续下降



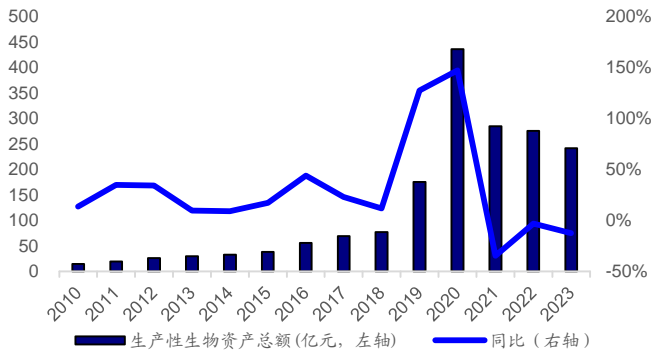
资料来源: Wind, HTI

图10 23年主要猪企在建工程规模下降



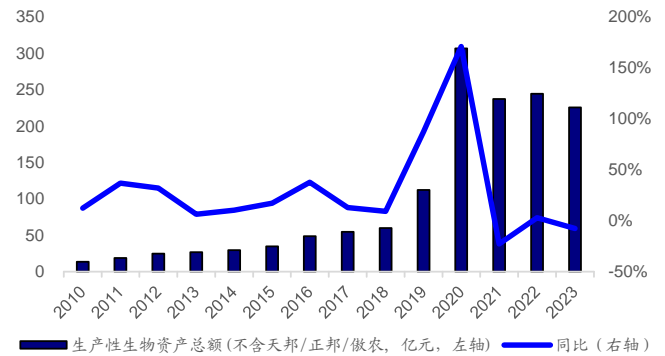
资料来源: Wind, HTI

图11 23年主要猪企合计生产性生物资产同比下降



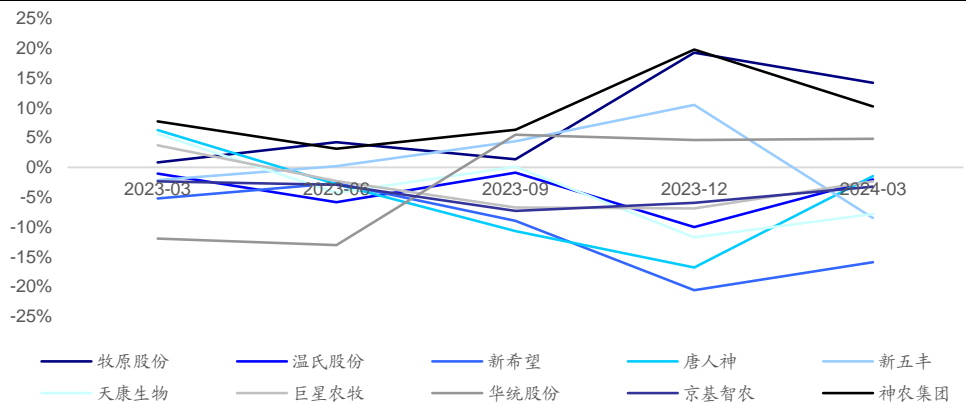
资料来源: Wind, HTI

图12 23年主要猪企合计生产性生物资产走势



资料来源: Wind, HTI

图13 分企业生产性生物资产环比变化率



资料来源: Wind, HTI 测算

2. 饲料：行业格局在困境中重塑

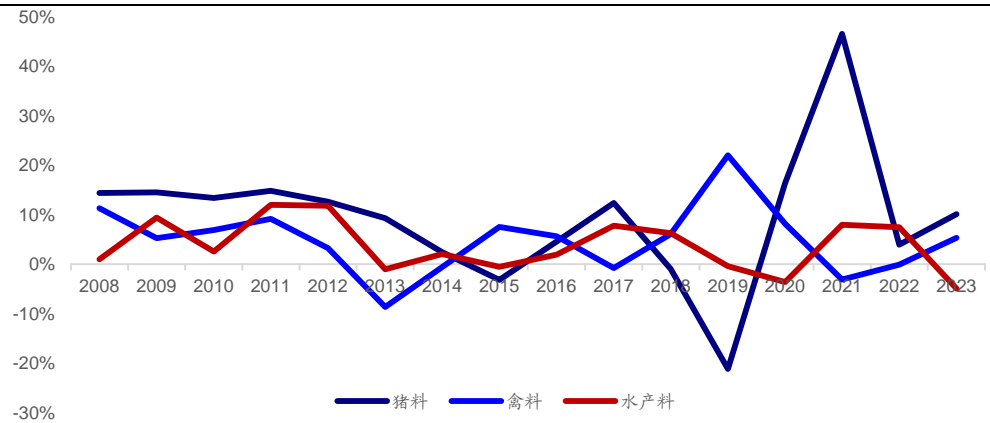
23年饲料行业整体面临较大压力。23年全国饲料总产量为3.2亿吨，同比+6.6%，其中猪料/禽料/水产料的产量分别为1.5/1.3/0.23亿吨，分别同比+10.1%/+5.3%/-4.9%。

猪料：1、虽然得益于存栏和出栏量的增加，23年猪料产量也有一定增长，但大型猪企多自己生产饲料，其出栏占比不断提升，因而对于猪料销售企业而言，其面临着市场萎缩的压力。同时，23年能繁母猪的去化又以中小养殖户为主，今年猪料市场或将面临更大压力。2、23年全年养殖整体亏损，养殖户面临着较大的压力，这种压力也向饲料企业传导，销售压力、资金压力、坏账风险也显著加大。

禽料：23年从养殖端来看，蛋禽养殖或好于肉禽养殖，全年蛋价基本处于成本线以上，而白羽肉鸡则是自23Q2开始大多处于亏损状态。对于禽料企业而言，得益于肉禽养殖的规模化、集中化，肉禽料也有显著增长，23年肉禽料和蛋禽料分别+6.6%/+2.0%。

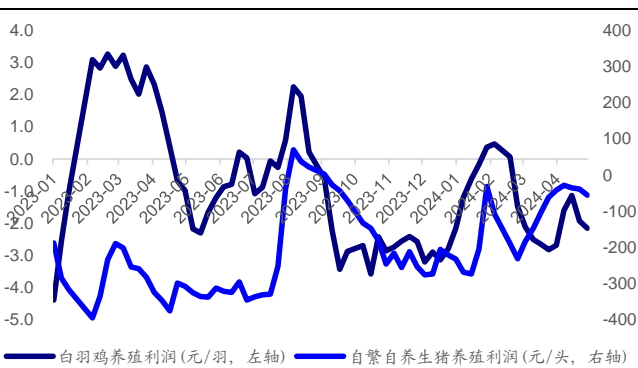
水产料：水产料在23年整体面临巨大压力。一方面，23年主要水产品价格处于低位，养殖积极性下降，养殖规模也有所下降。另外一方面，23年鱼粉、豆粕等原材料价格大幅上涨，养殖成本也显著提升。同时，水产养殖仍然面临着台风、暴雨、病害等自然因素的扰动。

图14 全国猪料、禽料、水产料年产量增速走势



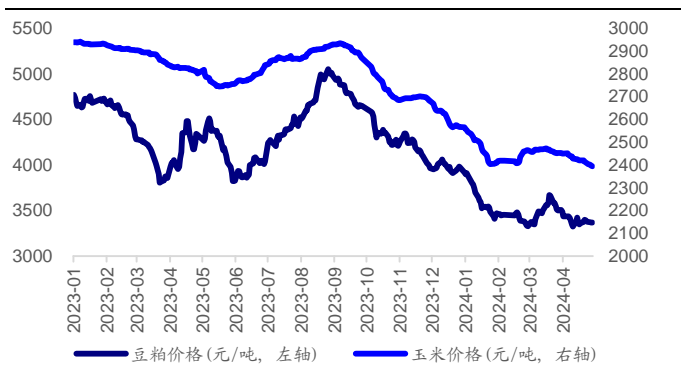
资料来源：Wind, HTI

图15 23 年生猪养殖和白羽鸡养殖大多处于亏损状态



资料来源：Wind, HTI

图16 23 年以来玉米和豆粕价格走势



资料来源：Wind, HTI

行业困境中，格局也在不断发生变化。虽然饲料行业整体面临着较大的压力，但量利两端，上市企业的表现与行业不尽相同。量：上市公司饲料销量前四大企业中，销量都有不同程度增长，其中三家增幅在 10% 以上；利：大部分企业的饲料业务毛利率有不同程度的改善，部分企业披露的单吨净利也有显著提升。从全行业来看，饲料行业集中度也呈现持续提升的趋势，23 年国内销量前 20 的饲料企业总销量占全国饲料总量的 62%，前 7 家头部企业的占比也已经超过 40%。

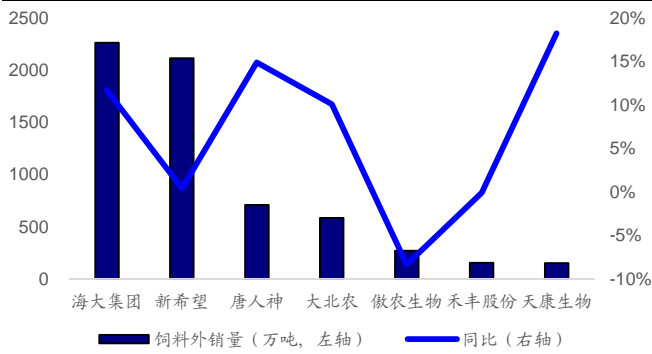
猪料：从披露相关市数据的上市企业中，新希望、海大集团、大北农 23 年猪料外销量最高，分别达到 593 万吨、580 万吨、466 万吨，分别同比+0.7%、17.4%、+14.0%。从利润端来看，根据新希望披露数据，其吨净利同比+14%。

禽料：23 年，新希望和海大集团禽料销量显著领先于其他公司，禽料外销量达到 1287 万吨和 1130 万吨，分别同比+0.9%和 12.8%。其中新希望禽料单吨利润同比+36%。

水产料：23 年海大集团水产饲料销量最高，增速表现也最高，23 年外销量达到 524 万吨，同比+2.3%。新希望和粤海饲料外销量分别为 171 万吨和 87 万吨，分别同比持平 and -12.9%。利润端，海大集团水产饲料盈利能力有较大提升，新希望吨利润同比+30%，粤海饲料毛利率同比+0.66pct。

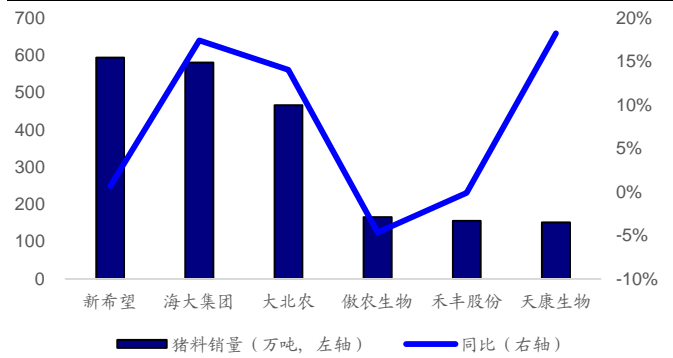
饲料整体：23 年主要饲料企业大多有不同程度的增长，海大集团和新希望外销量分别为 2260 万吨和 2113 万吨，分别同比+11.7%和 0.4%。唐人神、大北农、天康生物销量也有 10% 以上的增幅。从毛利率来看，主要企业的饲料业务毛利率大多有不同程度的上升，抬升幅度大多在 1pct 以内。

图17 主要企业 23 年饲料销量及增速



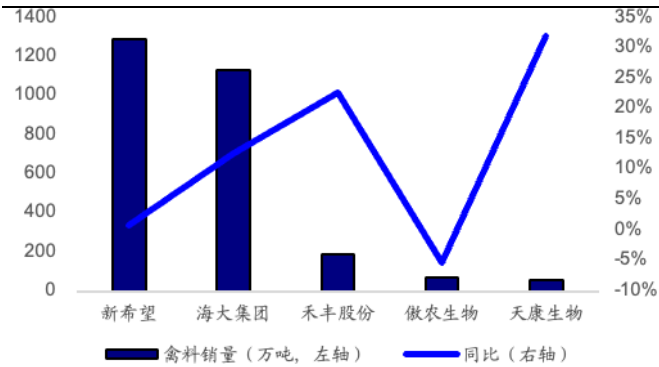
资料来源: Wind, HTI

图18 主要企业 23 年猪料销量及增速



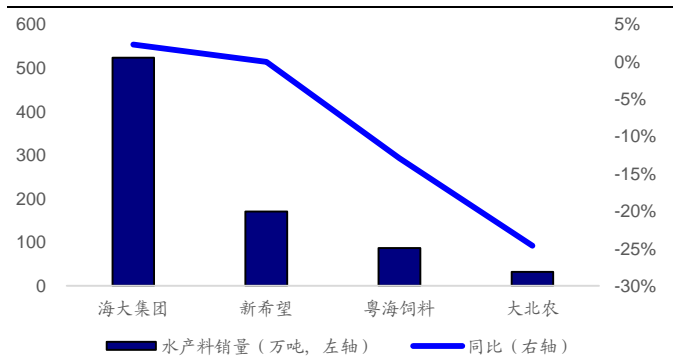
资料来源: Wind, HTI

图19 主要企业 23 年禽料销量及增速



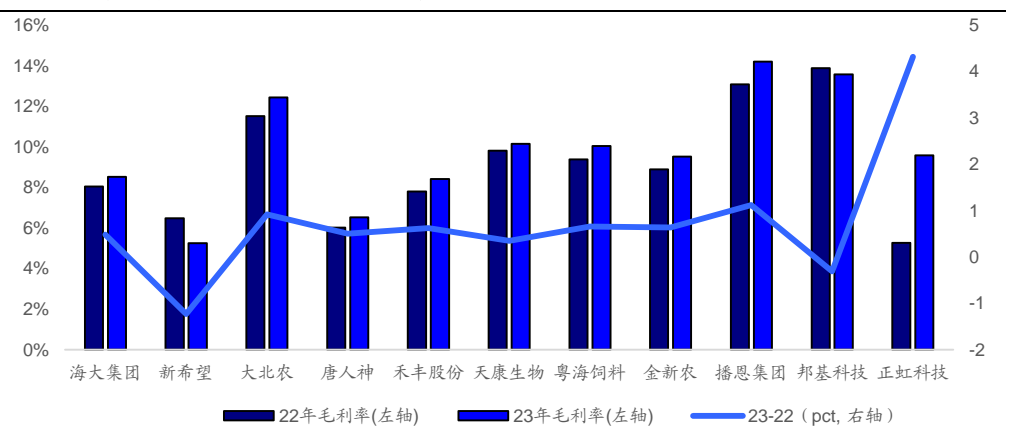
资料来源: Wind, HTI

图20 主要企业 23 年水产料销量及增速



资料来源: Wind, HTI

图21 23 年大部分企业的饲料业务毛利率环比改善

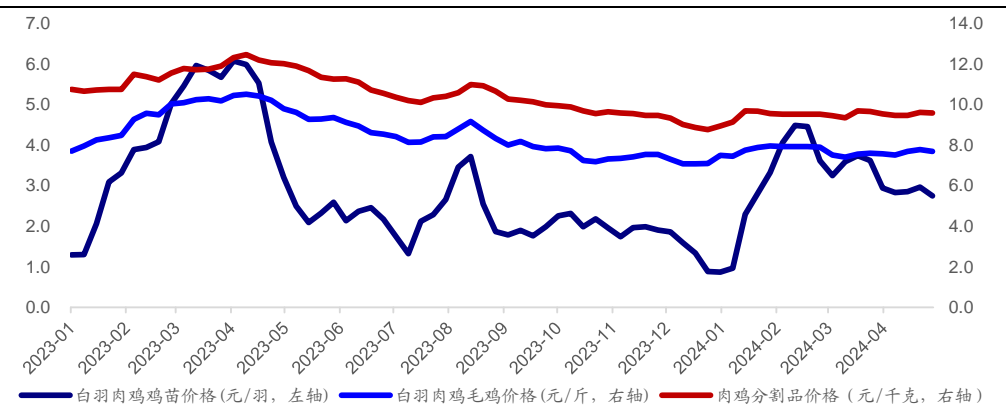


资料来源: Wind, HTI

3. 禽：产业链价格高开低走，消费整体低迷

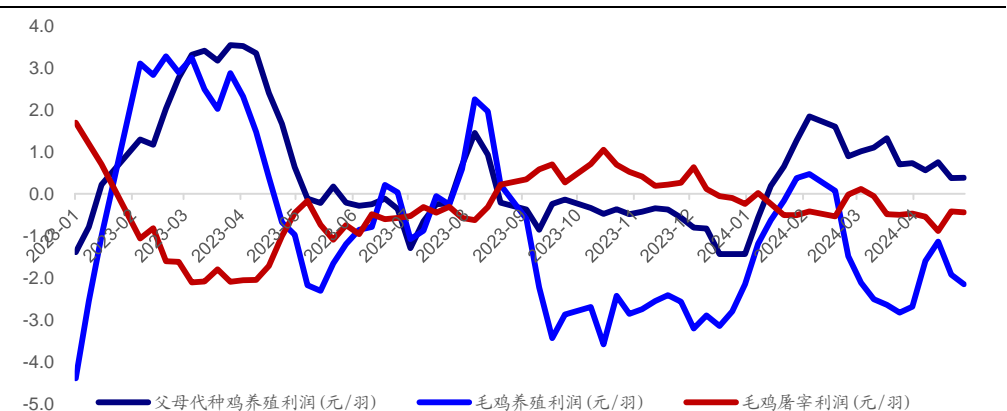
23Q1 白羽鸡产业链整体价格处于盈利线以上，但 Q2 之后逐步下行。从鸡苗价格来看，23Q1 鸡苗均价为 3.9 元/羽，毛鸡均价为 4.6 元/斤，肉鸡分割品均价为 11.3 元/kg。从利润水平来看，23Q1 父母代种鸡养殖平均利润为 1.7 元/羽，毛鸡养殖利润为 1.34 元/羽，毛鸡屠宰利润为 -0.88 元/羽。进入到 Q2 之后，产业链价格持续下行，鸡苗价格从 23 年 4 月初的 6.1 元/羽快速下跌，5 月中即跌至 2.1 元/羽的低点，并在此之后基本维持在 2 元/羽左右的地位。毛鸡的价格走势类似。父母代种鸡养殖利润在 23 年 Q3 和 Q4 持续亏损，毛鸡养殖利润则在 23Q2-Q4 均为亏损。进入到 24Q1 以后，产业链价格有所回暖，鸡苗和毛鸡价格均好于 23Q4，但鸡苗价格涨幅大于毛鸡价格涨幅。

图22 23 年以来白羽肉鸡鸡苗和毛鸡价格走势



资料来源：Wind, HTI

图23 23 年以来白羽肉鸡产业链利润情况

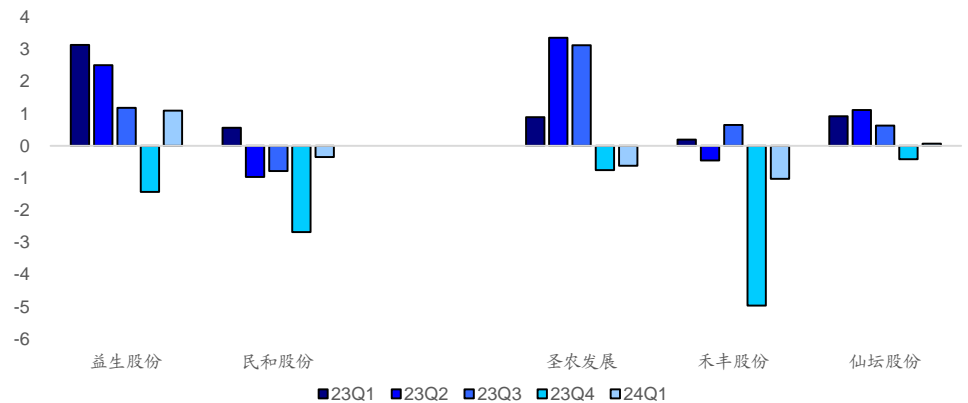


资料来源：Wind, HTI

产业链上游企业 23 年利润逐季走弱，24Q1 显著恢复。以上游父母代和商品代鸡苗为主要业务的益生股份和民和股份，其一季度是全年业绩的高点，分别实现归母净利润 3.14 亿元和 0.57 亿元，与鸡苗价格走势相一致。益生股份在 Q2-Q3 的利润逐渐减少，并在 23Q4 亏损。今年以来，随着鸡苗价格重新进入上涨通道，鸡苗价格 24Q1 均价达到 3.32 元/羽，益生股份的业绩也显著改善。

产业链中下游企业 23Q2-Q3 业绩表现更好，24Q1 仍然承压。对于以养殖、屠宰和肉制品业务为主的公司而言，其利润更多取决于消费、鸡肉制品价格、毛鸡价格和鸡苗价格差等因素。从趋势上看，鸡苗价格的弹性大于毛鸡，比如 23 年 4 月之后的价格下跌中，鸡苗价格跌幅显著毛鸡价格，这一定程度上利于养殖和屠宰；但 24Q1 的鸡苗价格涨幅又大于毛鸡价格涨幅，这又对养殖和屠宰业务产生一定压力。因此，以屠宰和肉制品销售为主的圣农发展、禾丰股份、仙坛股份的业绩则多是在 23Q2 和 Q3 业绩表现相对更好，而在 23Q4 的肉制品价格下跌中面临较大压力，在 24Q1 鸡苗价格上涨中也同样承压。

图24 23 年以来白羽肉鸡产业链利润情况（亿元）



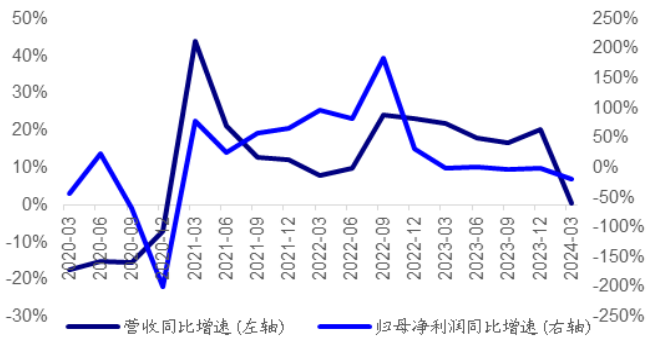
资料来源：Wind, HTI

展望 24 年，我们认为价格将迎来好转，产业链利润也有望大幅改善。一方面，年初以来鸡苗价格持续上涨，鸡苗供给整体收缩局势下，今年全年鸡苗均价有望好于去年。另外一方面，随着鸡苗价格上涨逐步向毛鸡和肉制品传导，以及消费环境的整体改善，中下游的养殖、屠宰、肉制品业务的利润也有望逐步改善。

4. 种子：24Q1 利润短期承压，关注转基因进展

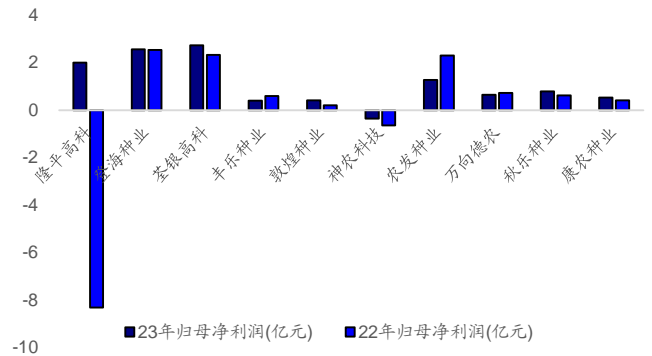
种子板块 23 营收整体继续高速增长，但 24Q1 大多增速放缓。23 年种业板块整体营收同比增长 20.1%，24Q1 营收同比+0.3%。主要公司中，隆平高科在 23 年实现对隆平发展的并表，实现营收 92.2 亿元，同比+22.5%，24Q1 实现营收 20.7 亿元，同比+16.6%。荃银高科 23 年和 24Q1 分别实现营收 41.0 亿元和 6.7 亿元，分别同比+17.5%/+9.0%。登海种业 23 年和 24Q1 分别实现营收 15.5 亿元和 2.3 亿元，分别同比+17.1%/-11.6%。大北农种业板块 23 年实现营收 14.1 亿元，同比+48.8%。

种子板块 23 年利润整体改善，但 24Q1 承压。23 年整个种子板块实现归母净利润 11.0 亿元，22 年为 0.3 亿元，其中主要是受到隆平高科业绩波动的影响，剔除隆平高科之后 23 年实现归母净利润 9.0 亿元，同比-0.7%。24Q1 种业板块实现归母净利润 2.3 亿元，同比-18.6%（剔除隆平高科）。主要公司中，隆平高科 23 年实现归母净利润 2.0 亿元，22 年同口径下为-8.3 亿元，24Q1 实现归母 0.8 亿元，同比-49%。荃银高科 23 年/24Q1 实现归母净利润 2.7 亿元/0.2 亿元，分别+17%/-43%。登海种业 23 年/24Q1 实现归母净利润 2.6 亿元/0.3 亿元，分别+1%/-33%。

图25 种子板块营收和净利润增速走势³


资料来源：Wind, HTI

图26 主要种子企业归母净利润变化情况



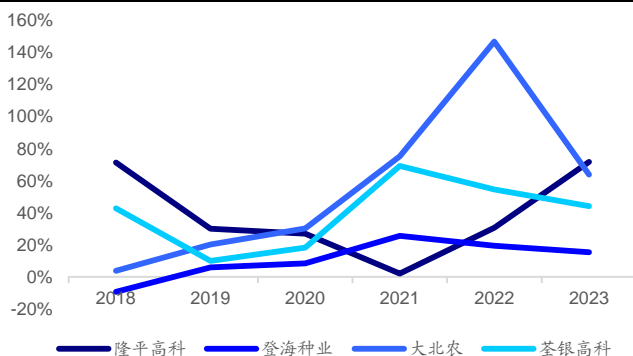
资料来源：Wind, HTI

从玉米业务来看，隆平高科/登海种业/大北农/荃银高科 23 年分别实现玉米种子业务营业收入 22.7/13.5/9.3/4.9 亿元，分别同比+71.8%/+15.4%/+63.8%/+44.1%。整体而言，隆平高科在国内市占率达到 10%，居国内第一。从毛利率来看，隆平高科/登海种业/荃银高科 23 年毛利率分别为 40.0%/29.2%/25.3%。

从水稻种子业务来看，隆平高科/荃银高科/大北农 23 年分别实现水稻种业业务营业收入 17.8/17.6/4.0 亿元，分别同比+37%/+14%/+13%。整体而言，隆平高科在水稻种子业务市占率达到 18%，位列国内第一。从毛利率来看，隆平高科/荃银高科 23 年水稻种子业务毛利率分别为 36.4%和 42.8%。

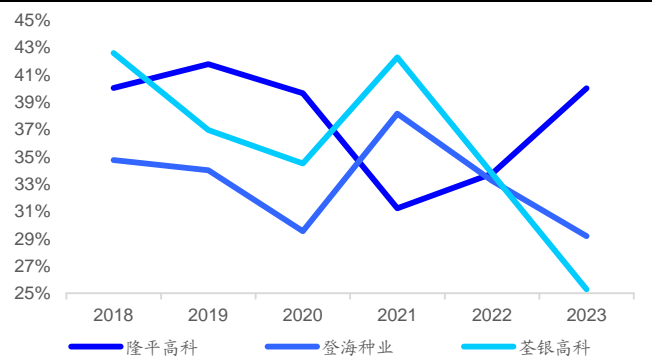
24 年重点关注转基因玉米进展情况。23 年 12 月 25 日，农业部公告发放了转基因玉米大豆种子生产经营许可证，24 年 1 月 18 日，农业部公告了新一批转基因安全证书。3 月 19 日农业农村部公布了新一批审定会议初审通过的转基因玉米和大豆品种，转基因商业化持续推进。其中大北农凭借着其性状技术优势，在性状领域占比最高，而隆平高科则凭借其品种优势，在 23 年品种审定中领先行业。未来，随着转基因产业化的加速推进，我们认为拥有技术优势、品种优势的企业将重点受益，建议关注大北农、隆平高科、登海种业等。

图27 主要企业玉米种子业务收入增速



资料来源：Wind, HTI

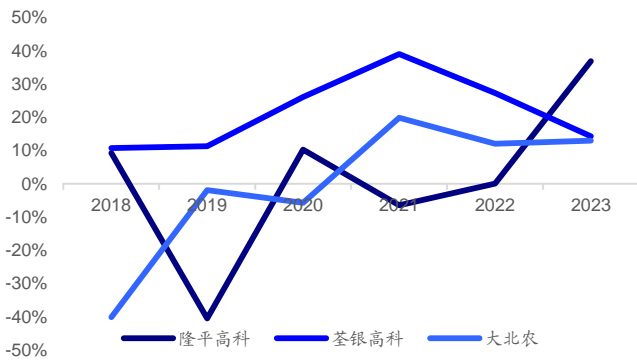
图28 主要企业玉米种子业务毛利率变化



资料来源：Wind, HTI

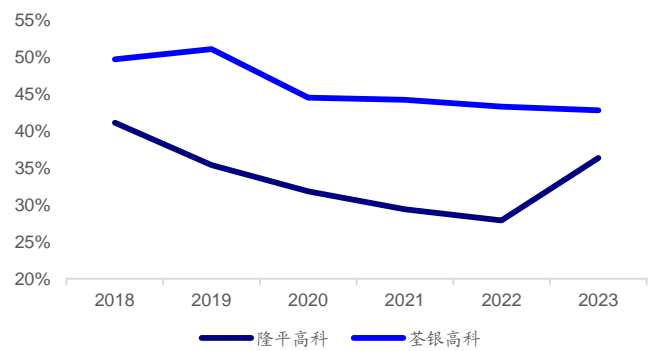
³ 因隆平高科在 22 年大幅亏损-8.8 亿，23 年盈利 2.0 亿，因此 22-23 的归母净利润同比增速数据未将隆平高科包含在内

图29 主要企业水稻种子业务收入增速



资料来源: Wind, HTI

图30 主要企业水稻种子业务毛利率变化

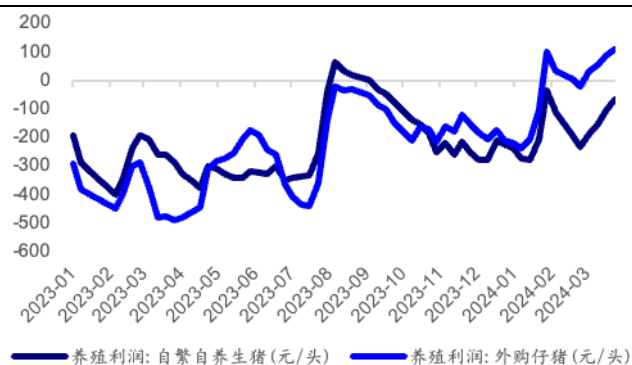


资料来源: Wind, HTI

5. 动保: 业绩受下游行情低迷影响, 关注非瘟疫苗进展

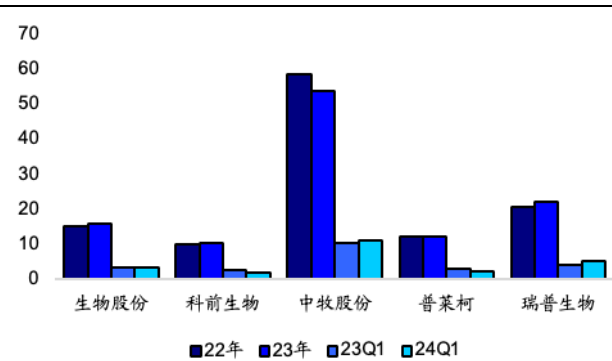
下游养殖行业 23 年及 24Q1 大幅亏损, 动保行业经营承压。23 年猪价长期低迷, 绝大多数时间处于成本线以下; 24Q1 消费端较弱, 亏损进一步加深。养殖户资金负担持续加重, 导致购买动保产品的积极性大幅下降, 动保行业经营承压。主要企业中, 生物股份 23 年和 24Q1 分别实现营收 16 亿元和 3.5 亿元, 分别同比+4.6%/-4.4%。科前生物 23 年和 24Q1 分别实现营收 10.6 亿元和 2 亿元, 分别同比+6.3%/-26.7%。中牧股份 23 年和 24Q1 分别实现营收 54.1 亿元和 11.3 亿元, 分别同比-8.2%/+6%。普莱柯 23 年和 24Q1 分别实现营收 12.5 亿元和 2.4 亿元, 分别同比+1.8%/-23.3%。

图31 下游生猪养殖行业长期亏损



资料来源: Wind, HTI

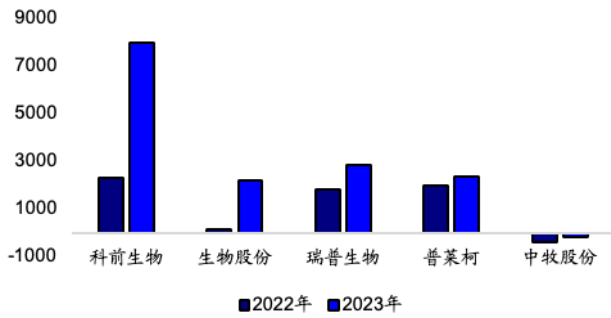
图32 主要企业营收情况 (亿元)



资料来源: 各公司 23 年年报、24 年一季报, HTI

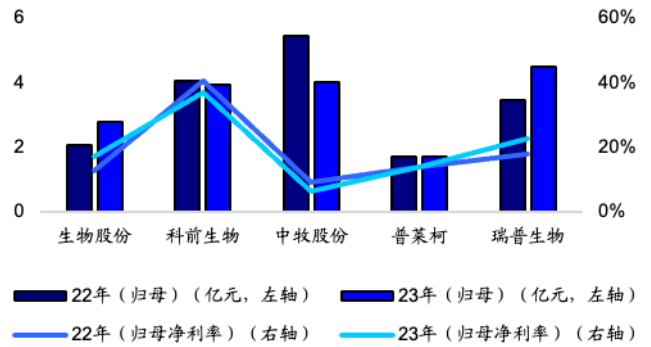
信用减值拖累业绩。养殖链资金紧张, 23 年傲农生物和天邦食品先后因债务问题而进入重整。由此导致, 以市场化猪苗业务为核心的科前生物 2023 全年信用减值 8037 万元, 同比+242%, 其中应收坏账损失 8447 万元, 同比+689%, 大幅拖累业绩表现。

图33 23年主要动保企业信用减值损失情况（万元）



资料来源：各公司 23 年年报，HTI

图34 主要企业归母净利润情况



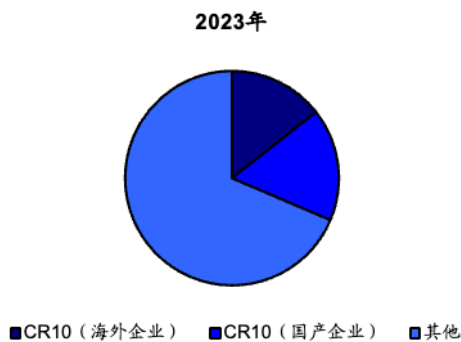
资料来源：各公司 23 年年报、24 年一季报，HTI

关注非瘟疫苗研发进展。当前中国农业科学院兰州兽医研究所与普莱柯合作开发的非洲猪瘟亚单位疫苗，生物股份、中牧股份与中科院联合研发的非洲猪瘟亚单位疫苗均已向农业部提交应急评价申请。建议关注评审进展。

6. 宠物食品：24Q1 出口业务大幅改善，境内自主品牌快速发展

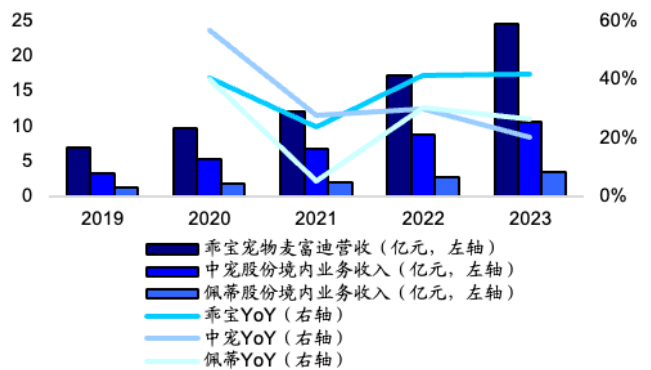
23 年国产宠物食品自有品牌快速发展。据欧睿数据，23 年国内宠物食品市场规模达到 509.8 亿元，同比+4.6%。其中，企业 CR10 占比从 22 年的 31% 上升至 31.4%，但海外企业市占从 14.5% 下降至 14.4%，反映当前国产宠食企业竞争力进一步提升。主要企业中，23 年乖宝宠物境内营收 28.6 亿元，同比+39.4%；23 年中宠股份境内营收 10.8 亿元，同比+20.4%；23 年佩蒂股份境内营收 3.5 亿元，同比+27%。

图35 23 年国内宠物食品市场占有率情况



资料来源：Euromonitor，HTI

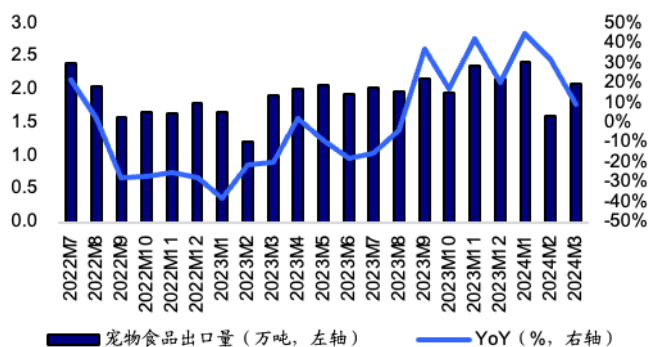
图36 国内宠食自主品牌收入快速增长



资料来源：各公司历年年报，乖宝宠物招股书，HTI

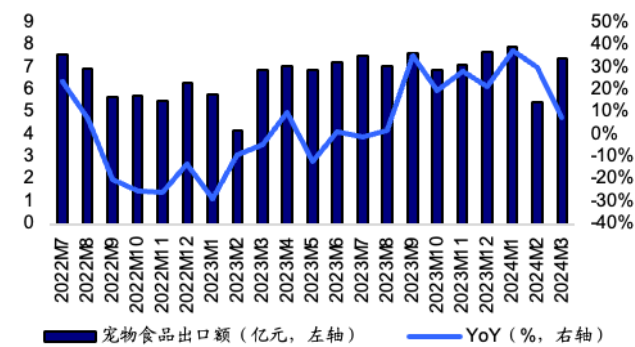
OEM/ODM 业务同比低基数，24Q1 营收快速增长。23Q1 受到海外渠道库存积压因素影响，海外客户订单量显著下滑，我国宠物食品出口承压。目前海外销售恢复，由于去年低基数，24Q1 宠物食品出口总量同比增长约 27.6%，出口总额同比增长 23.4%。主要公司中，乖宝宠物实现营收 11 亿元，同比+21.3%；中宠股份实现营收 8.8 亿元，同比+24.4%；佩蒂股份实现营收 3.8 亿元，同比+142.4%。

图37 24Q1 我国宠物食品出口量同比增长约 27.6%



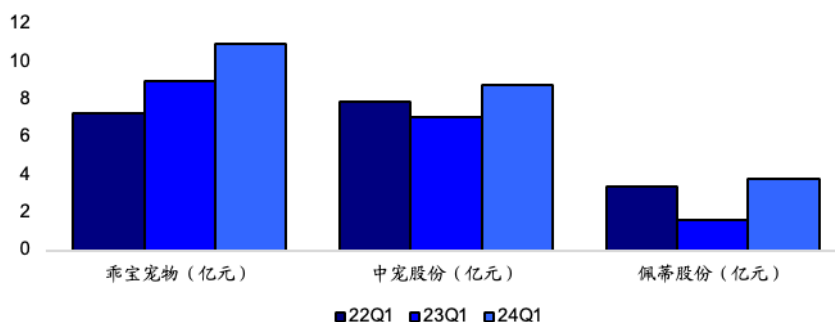
资料来源：海关总署，HTI

图38 24Q1 我国宠物食品出口额同比增速达 23.4%



资料来源：海关总署，HTI

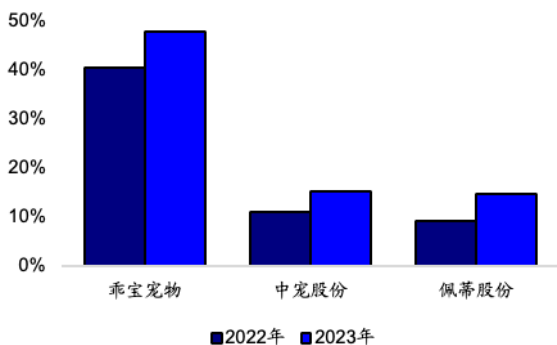
图39 24Q1 主要宠食企业营收情况



资料来源：乖宝宠物招股书，各公司 22 年-24 年一季度，HTI

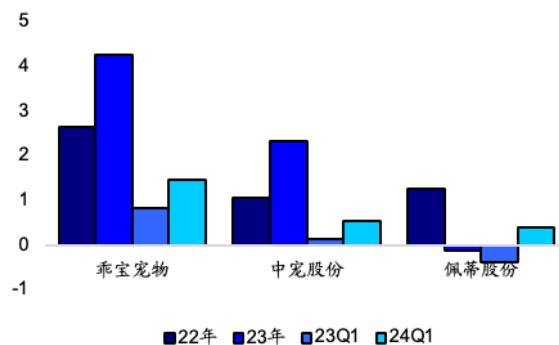
内外因共同作用，利润端表现优秀。 外因方面，23 年美元兑人民币汇率呈上升趋势，带来一定汇兑收益，利好国内宠食企业出口业务；产品主要原料鸡肉的价格呈下降趋势，成本端有一定改善。内因方面，各企业积极调整产品结构，诸如主粮类的高毛利产品占比提高，带动盈利能力上升。乖宝宠物 23 年和 24Q1 分别实现归母净利润 4.3 亿元和 1.5 亿元，分别同比+60.7%/+74.5%。中宠股份 23 年和 24Q1 分别实现归母净利润 2.3 亿元和 0.6 亿元，分别+120.1%/+259%。佩蒂股份 23 年和 24Q1 分别实现归母净利润-0.1 亿元和 0.4 亿元，同比转亏/+209.6%。

图40 23 年主要宠食企业主粮产品营收占比



资料来源：各公司 23 年年报，HTI

图41 主要企业归母净利润情况 (亿元)



资料来源：各公司 23 年年报、24 年一季度，HTI

24 年看好国产宠食企业维持高增。 海外业务方面，今年上半年预计将在低基数影响下表现良好，下半年开始维持稳健增长。国内市场方面，宠物食品销售在较疲软的消费环境中仍保持高速增长，行业集中度未来有望进一步提升，上市公司也积极进行品牌建设及布局，扩张国内自主品牌业务。建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份等。

7. 风险提示

终端需求大幅不及预期；行业出现超预期疫病；相关研发进展大幅不及预期。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Hog breeding: In 2023, hog output surged, with a slight slowdown in Q1 2024. Listed companies saw a 19.5% YoY increase to 170 million heads, holding a 23.7% market share. The top 20 national enterprises, including unlisted ones, reached 200 million heads, up 21% YoY, with a 27.65% market share. In Q1 2024, 18 companies reported a 7.5% YoY increase, a notable deceleration, with 7 companies experiencing declines and 10 exceeding 10% growth.

Hog breeding: Significant losses in 2023 increased financial pressure. The sector's main businesses reported a combined loss of 14.1 billion RMB, with non-recurring losses at 31.9 billion RMB; Q1 2024 saw losses of 6 billion RMB. Most companies' asset/liability ratios rose in 2023, remaining high in Q1 2024, indicating increased financial strain. Tech-Bank Food and Fujian AoNong Biological sought restructuring, with Jiangxi Zhengbang Technology successfully restructured.

Hog breeding: Capital expenditure dropped, suggesting future output growth may slow. Total capital expenditure in 2023 was 40.2 billion RMB, down 14.1% YoY; construction in progress was 34.48 billion RMB, down 23.7% YoY; productive biological assets stood at 24.19 billion RMB, down 12.4% YoY. We anticipate a significant deceleration in listed companies' hog output growth.

Feed: The industry is reshaping amid challenges. In 2023, the feed sector faced pressure, with national production up 6.6% YoY. The swine feed market shrank, and low livestock prices transferred pressure to feed producers, with the aquafeed sector also squeezed. However, listed companies outperformed the industry. Haid Group and New Hope Liuhe saw respective export volume increases of 11.7% and 0.4% YoY. Tangrenshen Group, Beijing Dabeinong Technology Group, and Tecon Biology Co.Ltd also grew over 10%. Most major companies' feed business GPM rose slightly, by less than 1 percentage point.

Poultry: Prices started high but trended lower, with overall weak consumption. In Q1 2023, chick and broiler prices fell from April and remained low in H2. Prices have risen since 2024, with chick prices outperforming broilers. Performance varied by companies' positions in the supply chain. Shandong Yisheng and Shandong Minhe Animal HUS, focused on upstream, saw a declining trend in 2023 but improved in Q1 2024. Fujian Sunner Development and Wellhope Foods Co., Ltd., focused on midstream and downstream, performed better in Q2-Q3 2023 but faced pressure in Q1 2024. We expect overall industry prices this year to outperform last year, with major companies likely seeing better performance.

Seeds: Q1 2024 profits under short-term pressure; watch for GMO progress. The seed sector's main companies had solid revenue and profit in 2023, but Q1 2024 saw slower revenue growth and some profit pressure. We predict a significant year for GMO commercialization, recommending attention to Beijing Dabeinong Technology Group, Yuan Longping High-Tech, and Shandong Denghai Seeds.

Animal Health: Performance affected by downstream market slump; monitor ASF vaccine progress. The animal health industry faced pressure in 2023 and Q1 2024 due to low downstream prices. Low swine prices reduced vaccination enthusiasm, shrinking demand. Tight breeding funds led to increased bad debt losses for some companies in 2023. ASF vaccine emergency evaluations continue; successful market entry could expand the domestic piglet market, benefiting related companies. We suggest monitoring review progress.

Pet Food: Q1 2024 exports improved significantly; domestic brands grew rapidly. The pet food sector excelled in 2023 and Q1 2024. Overseas business initially suffered from destocking but recovered in H2 2023, with Q1 2024 showing strong growth from a low base. Domestically, local brands continued to build, increasing market share. We believe major companies will keep focusing on their brands and optimizing product mix in 2024, potentially enhancing revenue and profit.

Risk Warning: Demand falls significantly short; unexpected disease outbreaks; R&D progress falls far behind expectations.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，李淼，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Miao Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

002311.CH, 上海易方达新希望股权投资基金（有限合伙），新希望（天津）商业保理有限公司及 600201.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

002311.CH, 上海易方达新希望股权投资基金（有限合伙），新希望（天津）商业保理有限公司 and 600201.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从 002311.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 002311.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

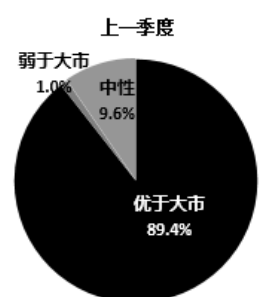
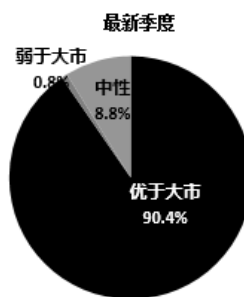
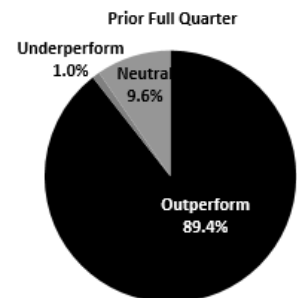
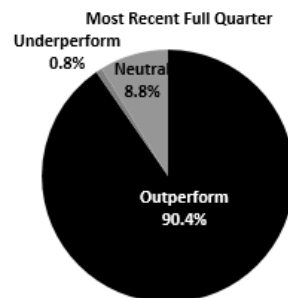
弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

评级分布 Rating Distribution



ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2024 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong

Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程,并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前,请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责

任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决策。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL")) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong

International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
