



关注 25 年成本优化下的生猪养殖利润弹性

—— 11 月行业动态报告

2024 年 11 月 28 日

核心观点

- **10 月 CPI 同比+0.3%，猪肉价格震荡下行。**10 月我国 CPI 同比+0.3%，连续 9 个月同比转正，其中食品中猪肉同比+14.2%；CPI 环比-0.3%，其中食品中猪肉环比-3.7%。10 月农产品进口金额 160.43 亿美元（同比-4.9%），出口金额 91.89 亿美元（同比+10.9%），贸易逆差 68.54 亿美元（同比-20.2%）。
- **10 月末能繁母猪存栏环比略增，11 月猪价震荡下行。**根据博亚和讯，11 月猪价下行 5.3%，11 月 27 日为 16.37 元/kg，较上一个高点 8 月 15 日下降 22.7%；11 月 22 日自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为 153.59 元/头、-63.23 元/头。10 月末我国能繁母猪存栏量 4073 万头，环比+0.3%，同比-3.3%。基于能繁母猪作用值&MSY 框架，我们对 24 年猪价运行判断基本得到验证。关于 25 年猪价走势，我们认为全年均价相对平稳运行，差异点在于优秀猪企完全成本持续优化，带来养殖利润的超预期。此外，对于 25 年猪价的影响点还在于当前冬季气候的变化对疫情的影响，需要重点持续跟踪。建议关注成本控制行业领先/持续向好、资金面相对健康、估值合理的猪企。
- **Q1-3 白鸡祖代更新 103 万套，11 月苗价上行至 4.7 元/羽。**24Q1-3 祖代更新 102.76 万套，其中进口占比 45%，国产自繁占比 55%。11 月 17 日在产父母代鸡存栏 2199 万套，处历史高位区间，当前产能较充足。根据博亚和讯，11 月山东烟台鸡苗价格自 4.4 元/羽上行至 4.7 元/羽。白鸡行业产能调整中，同时关注海外禽类疫情发展情况。
- **11 月农业指数表现弱于沪深 300。**11 月初至 27 日农林牧渔指数下跌 1.50%，同期沪深 300 上涨 0.41%。子行业中，渔业涨幅居前（+12.27%），而种植业（-4.09%）、养殖业（-3.58%）表现靠后。
- **投资建议：**1) 基于能繁母猪作用值以及养殖效率方面的考虑，25 年生猪均价相对平稳运行，叠加成本下行带来的利润超预期，重点关注成本边际变化显著、资金面良好的优质猪企，包括牧原股份、温氏股份、天康生物、神农集团。2) 黄鸡价格与猪价有一定相关性，且考虑自身供给端低位，后续价格存上行可能，可关注立华股份。3) 重点关注农业板块中的高成长性子领域“宠物板块”，包括乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。4) 可关注养殖链后周期，包括饲料龙头海大集团，及动物疫苗相关企业，包括中牧股份、普莱柯、生物股份等。5) 白鸡上游供给收缩产业链传导中，持续进行板块性关注。
- **风险提示：**畜禽价格不达预期的风险，动物疫苗的风险，原材料价格波动的风险，政策的风险，自然灾害的风险等。

核心组合

股票代码	股票名称	月涨跌幅 (%)	市盈率 (TTM)	市值 (亿元)
002311.SZ	海大集团	8.64	19.27	792.78
002714.SZ	牧原股份	-6.07	27.79	2,240.25
300761.SZ	立华股份	-4.72	16.76	168.92
301498.SZ	乖宝宠物	0.83	43.51	254.47

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 收盘价为 2024 年 11 月 27 日)

农林牧渔行业

推荐 维持评级

分析师

谢芝优

☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

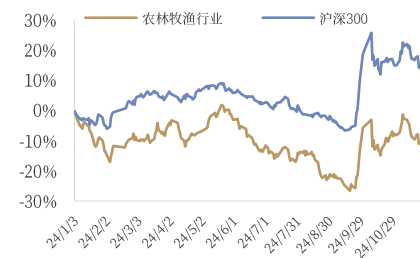
研究助理

陆思源

✉: lusiyan_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-11-27



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_Q3 末母猪产能环比略增，10 月猪价略降
2. 【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_9 月猪价震荡下行，猪企估值回落至低位
3. 【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_8 月生猪头均利润超 600 元，行业景气高企
4. 【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_7 月猪价持续上行，头均利润突破 400 元
5. 【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_6 月猪价涨幅显著，养殖链关注度提升

目录

Catalog

一、 物价指标相对稳定，农林牧渔行情波动.....	3
(一) 10月CPI同比+0.3%，猪肉价格震荡下行.....	3
(二) 猪价震荡缓慢下行，市场关注度持续.....	4
二、 关注25年成本优化下的生猪养殖潜在利润弹性.....	6
(一) 11月猪价下行5.3%，养殖亏损扩大.....	6
(二) Q1-3白鸡祖代更新103万套，11月苗价处阶段高位.....	9
(三) 11月黄鸡价格略降，行业产能低位徘徊.....	11
(四) 关注疫苗后周期行情，宠物疫苗助力弹性.....	14
三、 农林牧渔在资本市场中的发展情况.....	17
(一) 农林牧渔市值占比稳定，养殖业占比领先.....	17
(二) 11月农林牧渔指数表现弱于沪深300.....	18
四、 投资建议及股票池.....	19
五、 风险提示.....	20

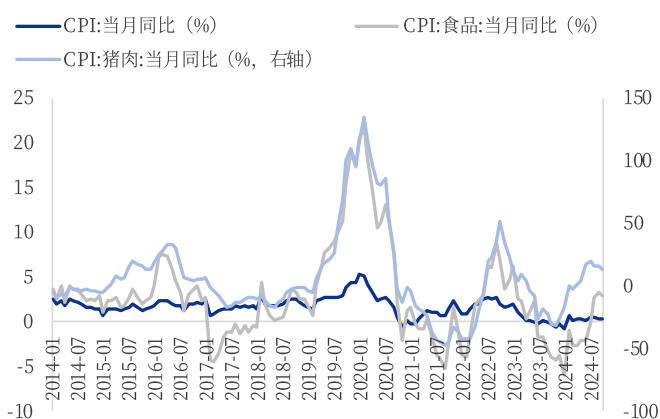
一、物价指标相对稳定，农林牧渔行情波动

(一) 10月CPI同比+0.3%，猪肉价格震荡下行

2024年10月，我国CPI同比+0.3%，连续9个月同比转正，其中食品项同比+2.9%，食品中猪肉同比+14.2%。从环比来看，10月CPI环比-0.3%，其中食品项环比-1.2%，食品中猪肉环比-3.7%。

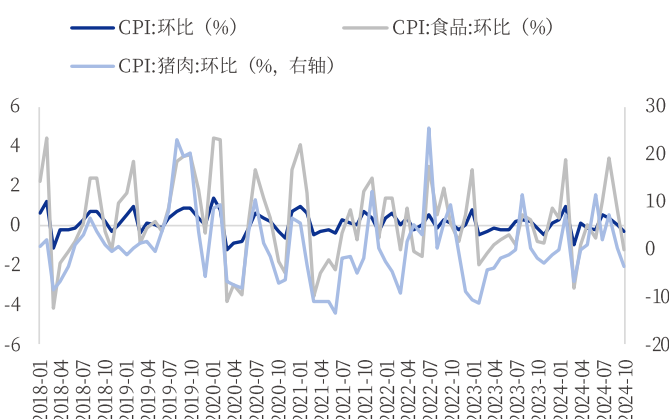
2024年10月，我国农产品进口金额为160.43亿美元，同比-4.91%，出口金额为91.89亿美元，同比+10.94%，贸易逆差68.54亿美元，同比-20.20%。2024年1-10月，我国农产品累计进口金额为1812.45亿美元，同比-7.22%，累计出口金额为826.62亿美元，同比+2.80%，贸易逆差985.83亿美元，同比-14.23%。

图1: 2024年10月我国CPI同比+0.3%



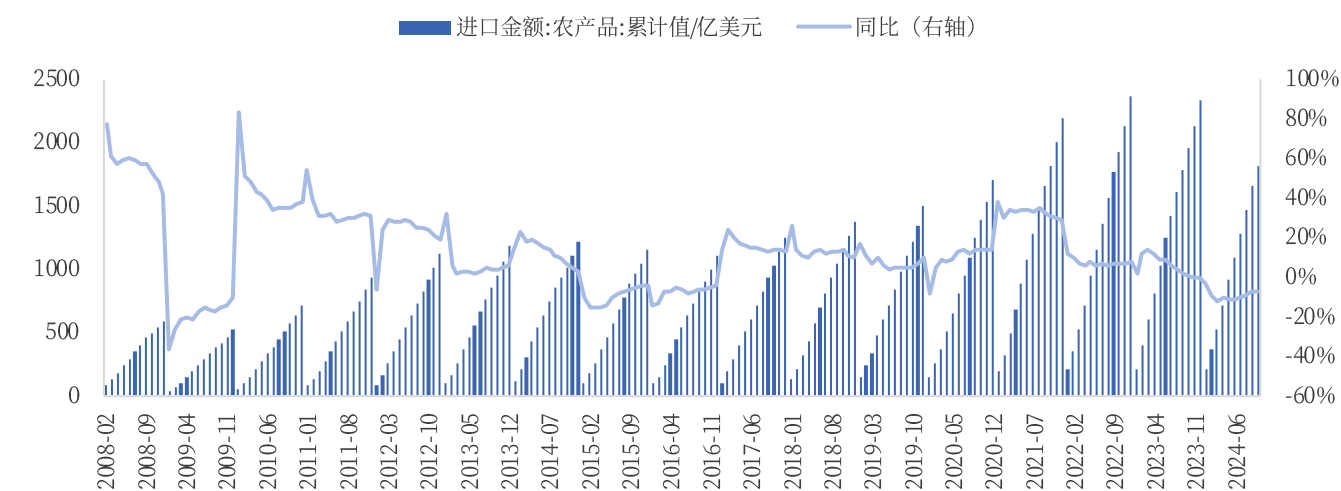
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图2: 2024年10月我国CPI环比-0.3%



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图3: 2024年1-10月我国农产品累计进口额为1812.45亿美元, 同比-7.22%



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

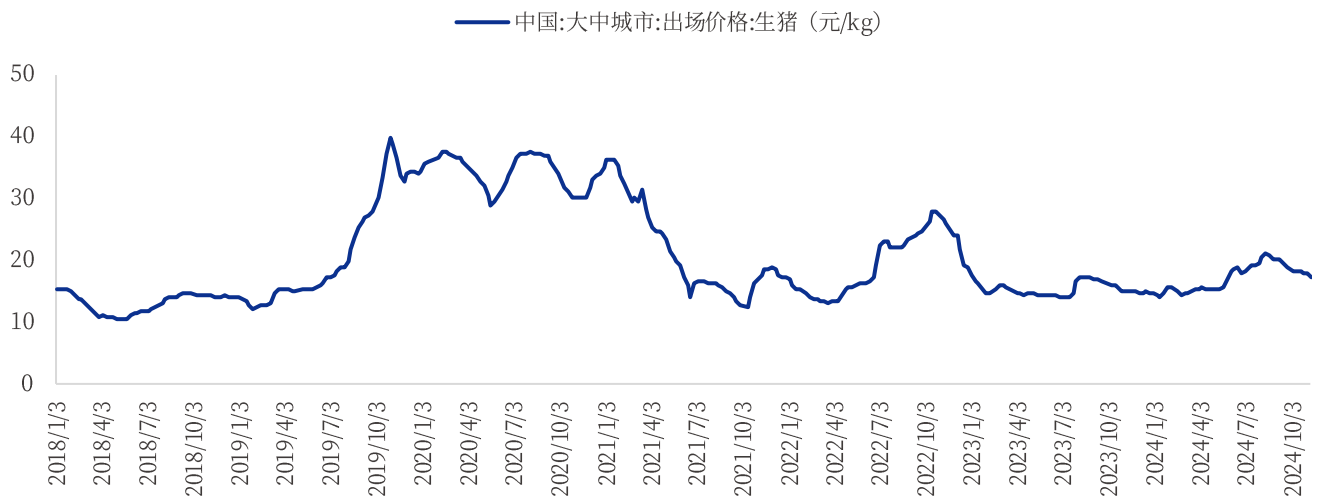
（二）猪价震荡缓慢下行，市场关注度持续

农业行业主要包括种植产业链与养殖产业链两大子产业，其中种植产业链涉及种业、农产品种植与加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、水产养殖、饲料、疫苗等子行业。从竞争力、盈利能力、管理能力等方面来考虑，养殖产业链具备相对更大的优势。

受非洲猪瘟影响，上轮猪周期中能繁母猪产能去化彻底，19年1月开始，生猪与能繁母猪存栏量同比降幅达到两位数；19年9月能繁母猪存栏量降到历史低位1913万头，此后开始环比好转。随着猪周期的循环往复，21年7月开始，能繁母猪存栏量环比下行且有加速的趋势，直至22年5月企稳。24年10月末，我国能繁母猪存栏量为4073万头，环比+0.3%，同比-3.3%。猪价方面，根据国家发改委数据，21Q1-3，猪价从高点36.33元/kg，下跌至12.42元/kg。21年十一假期之后，猪价开始触底反弹，最高反弹至18.75元/kg，而后再次开始下跌至22年3月下旬。22年4月以来猪价震荡上行至10月26日，生猪价格为28元/kg，随后震荡下跌至2023年7月中旬的14.11元/kg，7月下旬后反弹至8月23日的17.28元/kg，振幅约22%，此后再次震荡下行进入亏损区间。24Q1我国猪价整体呈现低位震荡状态，4月以来回升至15元/kg以上，进入上行通道中；此后8月中旬起呈现震荡下行态势。根据国家发改委数据，24年11月13日猪价达17.32元/kg，较24年年初上涨19%。

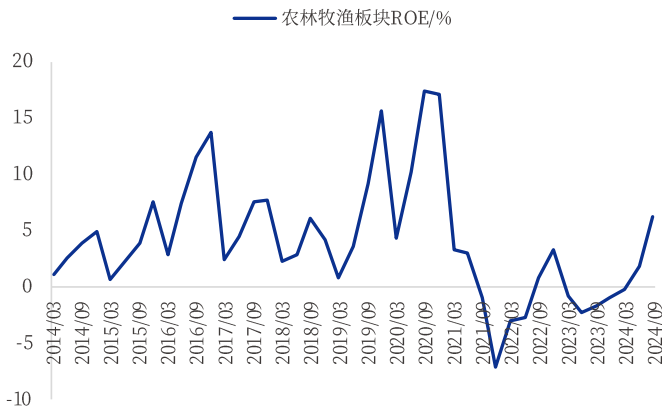
从杜邦分析以及相关财务指标来看，2016-2018年我国农林牧渔行业ROE呈现下行趋势，19-20年呈现显著提升趋势，随后再次进入下行过程中。其中生猪养殖产业链上的企业从2016年高点逐渐下行至2018年低点，影响整体ROE水平，随后19年开始猪周期处上行趋势中，带动畜禽养殖板块ROE回升，20年达到阶段高点。目前处于低位震荡后回升过程中。

图4：猪价自24.1.17低点震荡回升，8月中旬达年内高点21.06元/kg，此后震荡回落至11月13日的17.32元/kg



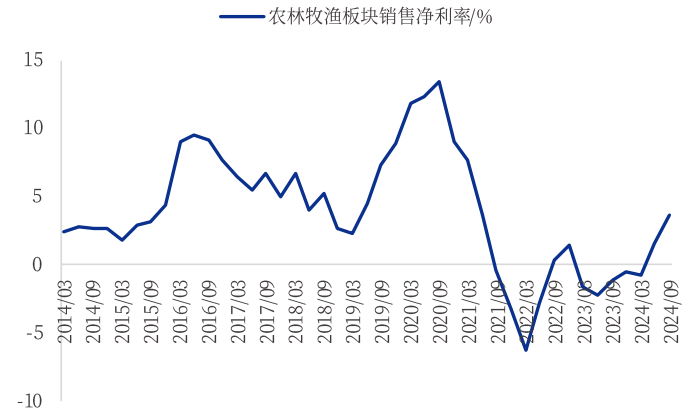
资料来源：国家发改委，中国银河证券研究院

图5: 2014Q1-2024Q3 农林牧渔板块 ROE 情况



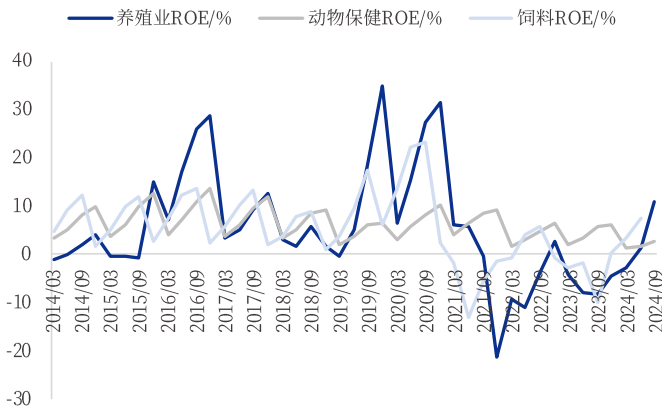
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 2014Q1-2024Q3 农林牧渔板块销售净利率情况



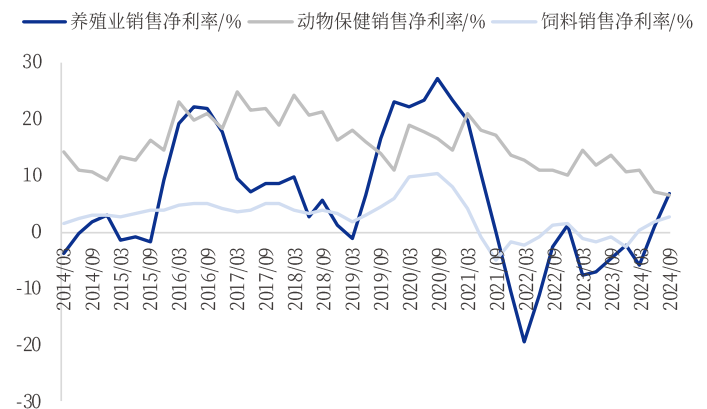
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 2014Q1-2024Q3 畜禽养殖、动物保健、饲料 ROE 情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 2014Q1-2024Q3 畜禽养殖、动物保健、饲料销售净利率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表1: 2016-2024 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况

行业	年份	一季报	中报	三季报	年报
农林牧渔	2016	0.06	0.14	0.20	0.28
	2017	0.07	0.12	0.19	0.17
	2018	0.06	-0.002	0.09	0.05
	2019	0.05	0.14	0.28	0.41
	2020	0.10	0.23	0.39	0.44
	2021	0.12	0.15	0.09	-0.09
	2022	-0.03	-0.002	0.12	0.10
	2023	0.02	-0.01	0.002	-0.06
	2024	0.02	0.05		
养殖业	2016	0.16	0.41	0.57	0.63
	2017	0.07	0.06	0.11	0.08
	2018	0.05	-0.47	-0.28	-0.13
	2019	0.17	0.51	1.27	2.07
	2020	0.27	0.52	0.88	0.97

	2021	0.26	0.29	0.10	-0.07
	2022	-0.27	-0.31	-0.04	0.08
	2023	-0.17	-0.34	-0.33	-0.42
	2024	-0.07	0.03	0.35	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、关注 25 年成本优化下的生猪养殖潜在利润弹性

农林牧渔行业可分为两大产业链，包括种植产业链和养殖产业链，其中种植产业链包括种业、种植业、农产品加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、饲料、疫苗、渔业等子行业。

目前，种植产业链主要围绕技术升级（转基因）、土地改革、效率提升等方面进行发展。我国农产品（如玉米、大豆等）成本居高不下，主要原因在于种业技术发展缓慢，核心技术由国际巨头垄断，同时人工成本高企，以及土地规模化程度不够而造成的效率低下，最终反映在成本与价格层面。对于种植产业链来说，未来急需技术与规模化的提升，进而实施精细化管理来提高生产效率，提升成长空间。目前我国有 19 个转基因玉米转化体、7 个转基因大豆转化体获生产应用安全证书；23 年有 37 个转基因玉米品种、14 个转基因大豆品种通过品种审定；24 年又有 27 个转基因玉米品种、3 个转基因大豆品种通过品种审定。23 年年末，农业农村部批准 26 家企业获得转基因玉米、大豆生产经营许可证，其中涉及多家种子上市公司，包括大北农、隆平高科、丰乐种业、登海种业等。我国转基因商业化进程加速。

在养殖产业链层面，其发展水平高于种植产业链，行业增长较为迅速。从规模化程度、企业集中度、研发实力以及生产效率来说，我国养殖业均处于高速发展时期。在此过程中，行业规范性也在逐步形成，以白羽鸡行业为例，各企业自发形成白羽肉鸡联盟，以期实现供需平衡，产能调节，行业自我治理。在行业快速发展至成熟阶段期间，养殖产业链涌现出一批优质企业，从研发端发力，到管理标准化、精细化，看好未来养殖产业链相关优质企业的长远发展。

（一）11 月猪价下行 5.3%，养殖亏损扩大

1.10 月末能繁母猪存栏环比略增，11 月猪价震荡下行

2019 年 12 月我国生猪存栏开启触底恢复趋势，存栏数据开始缓慢增长。而自 21 年 7 月起，能繁母猪存栏开启持续的环比下行趋势，并逐步加速。我们认为能繁母猪存栏环比下行是猪价探底的必要条件。21 年 7 月至 22 年 4 月，根据农业部、统计局等数据来看，我国能繁母猪存栏去化约 8.5%。24 年 10 月末，我国能繁母猪存栏量为 4073 万头，环比+0.3%，同比-3.3%，为 3900 万头正常保有量的 104.44%，处于产能调控的绿色区域，相比于上一个高点 4390 万头（22 年 12 月末）去化约 7.2%（317 万头）。

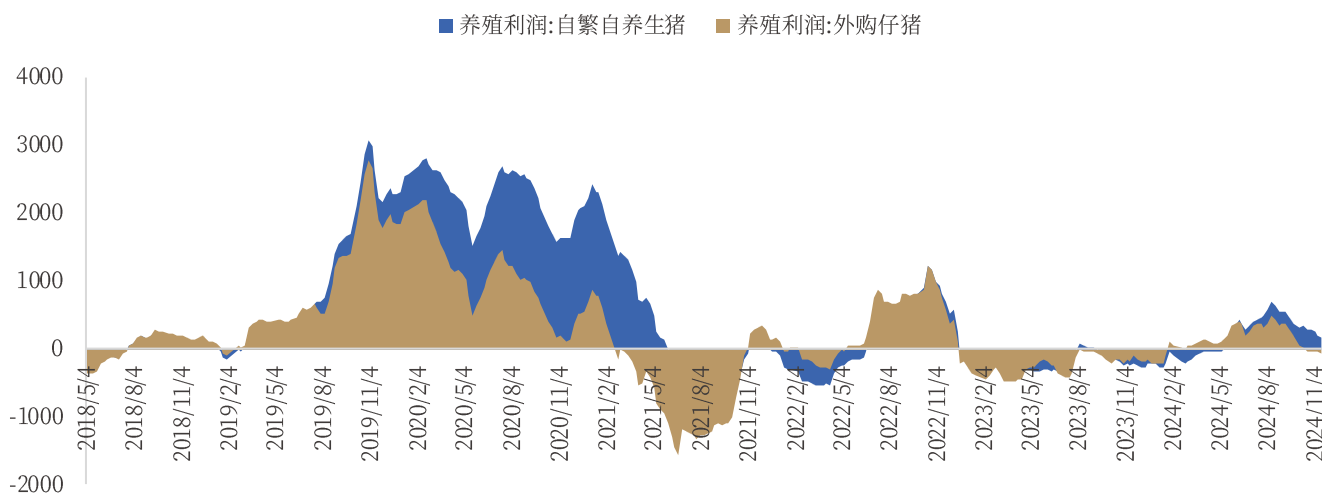
在生猪价格走势方面，2021 年 7 月底开启下跌行情，直至 10 月初价格探底，之后开启反弹行情至 12 月 1 日（阶段高点 18.75 元/kg），而后处于震荡下行走势中。进入 2022 年，在生猪产能恢复、养殖企业出栏增加的背景下，生猪价格持续下跌至 3 月 23 日，周度均价为 13.06 元/kg。4 月以来生猪价格处于持续上行过程中，10 月 26 日周度均价达到阶段高点 28 元/kg，相比于 3 月低点上涨 114.4%。随后生猪价格震荡下行至 23 年 7 月 12 日的 14.11 元/kg，相比于高点跌去 49.61%。7 月以来生猪价格反弹至 8 月 23 日的 17.28 元/kg，此后震荡持续下行，自 11 月中旬起跌至 15 元/kg 以下并呈现持续震荡走势（国家发改委数据）。根据博亚和讯数据，24 年 8 月中旬以来生猪价格呈现震荡下行走势，11 月 27 日价格为 16.37 元/kg，较上一个高点 8 月 15 日下降 22.7%。

基于能繁母猪作用值、MSY 等指标的观察，我们认为 2024 年生猪年度均价同比上行，且 H2

价格优于 H1 确定性高；上述判断经 24 年猪价运行基本得到验证。关于 2025 年猪价走势，我们延续前述的框架结构，认为全年均价相对平稳运行，差异点在于头部优秀猪企完全成本持续优化，带来养殖利润的超预期。以 24H1 的成本情况为例，根据涌益咨询数据，24H1 母猪存栏 10000 头以下的自繁自养成本约 14.25 元/kg，相比于 22 年同期-9%；24H2 饲料原料价格持续下行且养殖效率改善显著，带动猪企进一步降本增效。在饲料原料价格低位震荡背景下，25 年行业养殖成本可保持相对低位或持续改善。除此以外，对于 25 年猪价的影响点还在于当前冬季气候的变化对疫情的影响，需要重点持续跟踪。

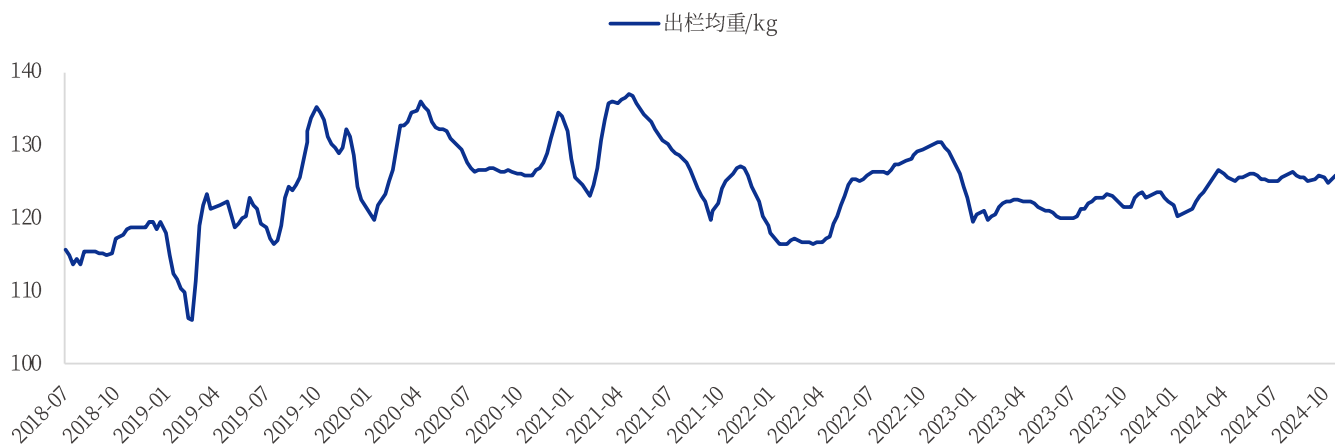
在当前行情背景下，猪价处于相对高位且具备一定持续性，叠加成本中枢下移，养殖利润弹性有望超预期。我们建议积极关注成本控制行业领先/持续向好、资金面相对健康、估值合理的猪企。

图9: 2024.11.22 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为 153.59 元/头、-63.23 元/头



资料来源: 博亚和讯, 中国银河证券研究院

图10: 2024.11.21 生猪出栏均重约为 126.05kg, 较 2 月 1 日上升 4.91%



资料来源: 涌益咨询, 中国银河证券研究院

表2: 2010-2024 年我国生猪自繁自养月度利润情况 (单位: 元/头)

年度	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2011	300	352	333	346	403	597	670	620	578	440	320	361
2012	503	367	245	151	130	89	80	86	118	94	92	184

2013	281	209	7	-107	-78	17	48	140	162	134	134	130
2014	-31	-155	-241	-301	-107	-65	-36	88	89	19	-7	-32
2015	-78	-128	-152	-53	58	155	358	454	423	344	289	351
2016	486	539	578	688	779	780	676	758	678	470	513	565
2017	658	536	426	392	254	160	187	238	262	214	218	286
2018	304	214	-176	-279	-318	-140	-35	139	205	162	112	103
2019	-23	-76	171	321	337	438	599	1,005	1,623	2,485	2,615	2,293
2020	2,477	2,748	2,587	2,269	1,754	2,027	2,575	2,591	2,345	1,694	1,638	2,072
2021	2,294	1,632	1,323	762	258	-275	-175	-291	-559	-480	82	42
2022	-249	-438	-524	-279	-201	-116	500	485	728	1099	853	246
2023	-264	-322	-238	-337	-327	-321	-313	23	-35	-154	-233	-247
2024	-246	-110	-146	-36	31	353	405	589	485	314		

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 养殖规模化、集中度提升改变生猪行业格局

我国生猪养殖以散户为主, 2007 年年出栏 500 头以下的养殖户比例为 78.2%, 至 2017 年该指标下降为 45%, 十年生猪规模化程度提高 33pct。受环保政策、城镇化以及理性补栏等因素, 中小养殖户补栏进程较为缓慢, 而大型养殖户具备完善的环保解决办法、融资方式多样化等优势, 养殖规模持续扩大, 抢占市场份额, 因此在过去两年中, 我国生猪规模化程度快速提高。

对标美国生猪养殖行业规模化发展过程来看, 在其规模化程度快速提升的二十年中(1980-1999 年), 养殖户数量持续下降, 1997 年美国存栏 1000 头以上的养殖场占比达 71%(有部分州高达 98%)。相比之下, 我国生猪规模化程度依旧有较大提升空间(至少 20pct)。16-17 年受环保政策影响, 散养户大量退出或放缓补栏, 直接利好规模化提升。18 年 8 月非洲猪瘟在我国蔓延, 成为散户加速退出的又一因素。我们认为, 非洲猪瘟的发生将加速我国规模化程度的提升。

目前, 我国生猪养殖行业呈现金字塔型, 即头部小、底部大。随着散养户的加速退出及大规模养殖场的加速扩张, 未来将呈现倒金字塔型。2017 年, 上市生猪养殖企业出栏量合计约 3839 万头, 市占率 5.57%。非洲猪瘟为行业带来变革的机会, 经历 2019 年的调整, 20 年开始头部养殖企业实现加速扩张。2021 年上市猪企合计出栏约 9789 万头, 市占率 14.58%, 相比于非瘟前实现大幅提升; 随着上市猪企的增加等, 22 年上市猪企出栏市占率达 18.88%, 提升显著。23 年上市猪企出栏量超 1.46 亿头, 市占率提升至 20.11%。以牧原股份为例, 2017-2023 年出栏量分别为 723.74 万头、1101.2 万头、1025.33 万头、1811.5 万头、4026.4 万头、6120.1 万头、6381.6 万头, 同比分别为 +132.42%、+52.15%、-6.89%、+76.67%、+122.27%、+52%、+4.27%; 其中 2019 年受非瘟影响, 上市公司出栏量受到部分影响。

生猪养殖行业具备“大行业、小企业”的行业特征, 意味着行业空间广阔, 企业未来发展空间巨大。在这个过程中, 集中度逐步提升, 龙头企业将享受自身规模扩张带来的成长红利。

表3: 部分养殖企业生猪出栏情况

代码	企业名称	生猪出栏量/万头				
		2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
002714	牧原股份	1025	1811.5	4026.4	6120	6381.6
300498	温氏股份	1852	954.55	1321.7	1791	2626.22
002100	天康生物	84	134.49	161	203	281.58

002567	唐人神	83.9	102.5	154.2	216	371.26
603477	巨星农牧	-	21.3	87.1	153.01	267.37
000876	新希望	355	829.25	997.8	1461	1768.24
002385	大北农	164.18	185.28	251.15	443.12	604.87
002124	ST 天邦	243.9	307.8	428	442.15	711.99
603363	*ST 傲农	66	134.6	324.6	519	585.9
002157	正邦科技	578	955.95	1492.7	845	547.85

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

表4：生猪养殖行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
生猪养殖上游为饲料、疫苗、种猪企业，我国大型养殖企业数量较少，而服务企业众多，使得上游议价能力较弱。	生猪养殖下游为屠宰企业，受猪价以及供应量影响，屠宰企业议价能力有变化，一般来说，议价能力较弱。	生猪养殖为重资产行业，新进入者需要投入大量资金以此来打造大规模养殖场，同时需要具备养殖技术、管理等方面的要求，新进入者威胁较小。	生猪养殖替代品可理解为养殖牛羊，但考虑到我国为猪肉消费大国，对牛羊的食用接受程度以及价格接受度有一定差距，因此替代品威胁较小。	生猪养殖行业呈现大行业、小企业特征，未来发展趋势为大型养殖集团的产能扩张，目前来说现有竞争存在于各企业成本控制方面，相互的竞争程度较低。

资料来源：中国银河证券研究院

（二）Q1-3 白鸡祖代更新 103 万套，11 月苗价处阶段高位

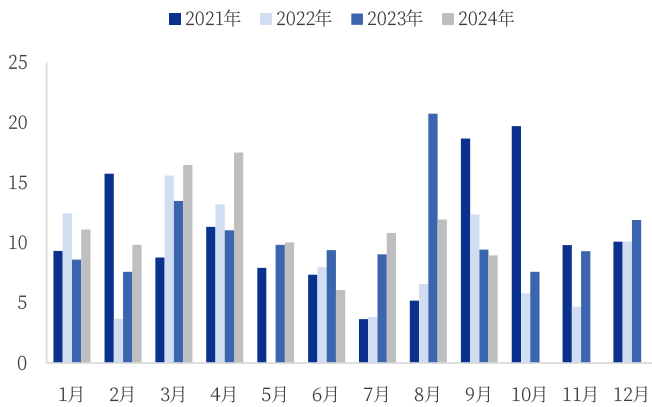
当前白羽鸡祖代产能较充足，父母代总存栏处历史高位区间。根据协会统计，23 年全年我国祖代更新 128 万套（同比+31.65 万套），其中进口占比 32%，国产自繁占比 68%，祖代更新量充裕有余；24 年 1-9 月我国祖代更新 102.76 万套，其中进口占比 45%，国产自繁占比 55%。若 Q4 延续每个月更新 10 万套祖代鸡的节奏，那么 24 年全年祖代更新量接近 130 万套，2025-2026 年产业链产能仍然充足。

从当前我国祖代鸡的存栏水平来看，11 月 17 日祖代种鸡总存栏量（后备+在产）约 218.42 万套，其中在产祖代存栏 131 万套。父母代鸡总存栏处历史高位区间，当前产能较充足；11 月 17 日父母代总存栏（后备+在产）3852 万套，其中在产父母代存栏 2199 万套，处 17 年以来的高位区间。白鸡行业产能端调整中，景气度或有望上升。

11 月商品代鸡苗价格上行至 4.7 元/羽。经历 2019 年商品代鸡苗价格大幅上涨行情（年度均值 6.88 元/只，年内高点 11.21 元/只），2020 年开启亏损行情，2020-22 年年度均值分别跌至 2.39 元/只、2.78 元/只、2.29 元/只。2023 年年初以来，受养殖节奏、春节、停孵期等影响，鸡苗价格持续上行，23 年 4 月 9 日鸡苗价格为 6.18 元/羽，为近两年高位区间。此后随着供给端的充沛，鸡苗价格震荡下行，23 年 7 月 9 日鸡苗价格为 1.61 元/羽。但由于商品代鸡苗价格一般呈现季节性规律（通常二三季度出栏量高于一四季度，二季度鸡苗价格季节性下跌，三季度价格季节性上涨），因此 7 月中旬以来鸡苗价格出现上涨，至 8 月 13 日达到 3.82 元/羽，此后鸡苗价格震荡下行至年底的 1.01 元/羽。24 年 1 月以来鸡苗价格迅速回升至 2 月 18 日高点达 4.78 元/羽，此后震荡下行。根据博亚和讯，11 月山东烟台鸡苗价格自 4.4 元/羽上行至 4.7 元/羽，此后稳定在阶段高位水平。

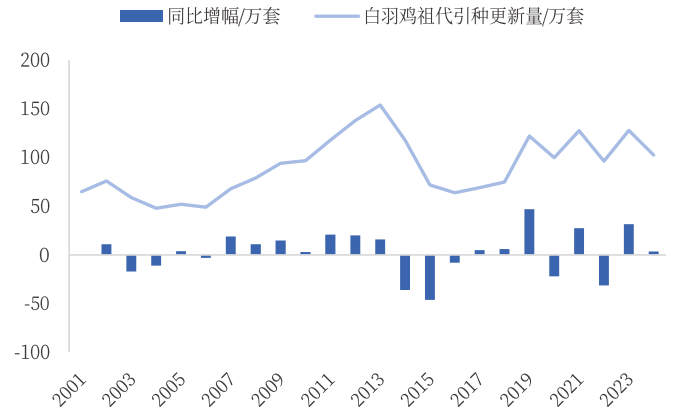
白羽鸡行业祖代引种收缩，静待下游毛鸡供给拐点到来。从估值角度看，24 年 11 月 27 日 SW 肉鸡养殖 PB (LYR) 为 1.93 倍，处于历史相对低位区间，可板块性关注。

图11: 2021-2024 年月度白羽鸡祖代引种更新量情况 (万套)



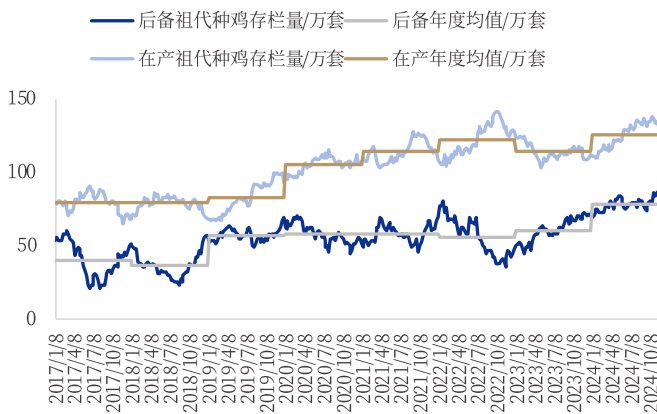
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图12: 2001-2024 年白羽鸡祖代引种更新量情况



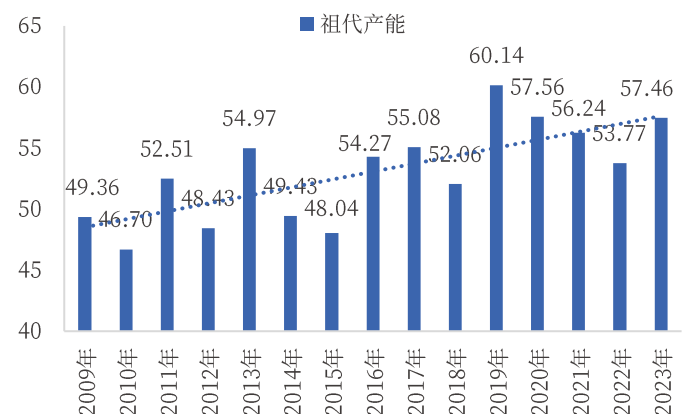
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图13: 17 年至今白羽鸡祖代存栏情况 (在产、后备)



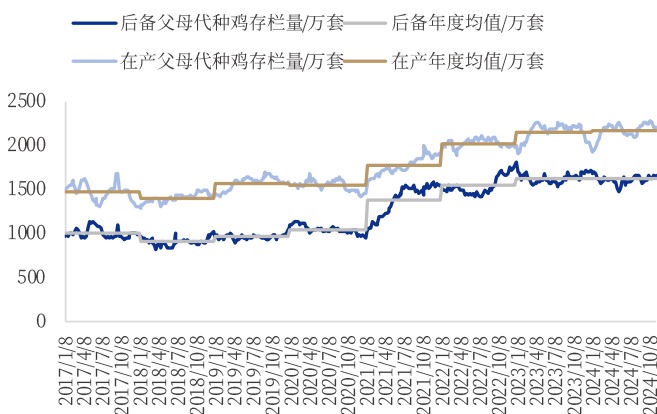
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图14: 2009-2023 年白羽鸡祖代产能



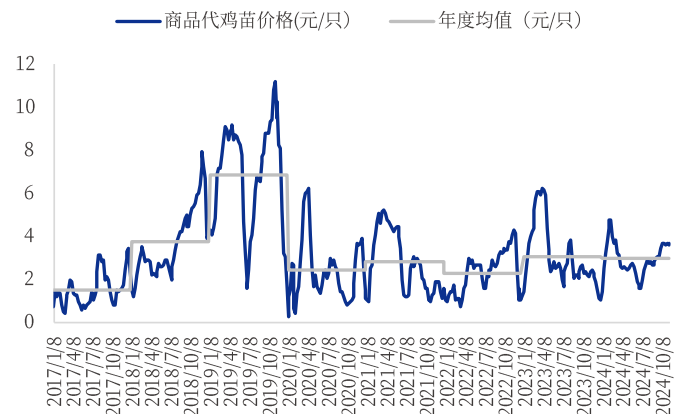
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图15: 17 年至今白羽鸡父母代存栏情况 (在产、后备)



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图16: 17 年至今白羽鸡商品代鸡苗价格走势



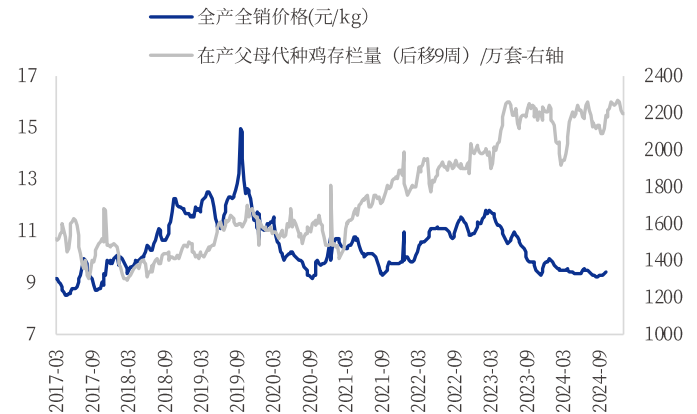
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图17: 17 年至今白羽鸡全产全销价格走势



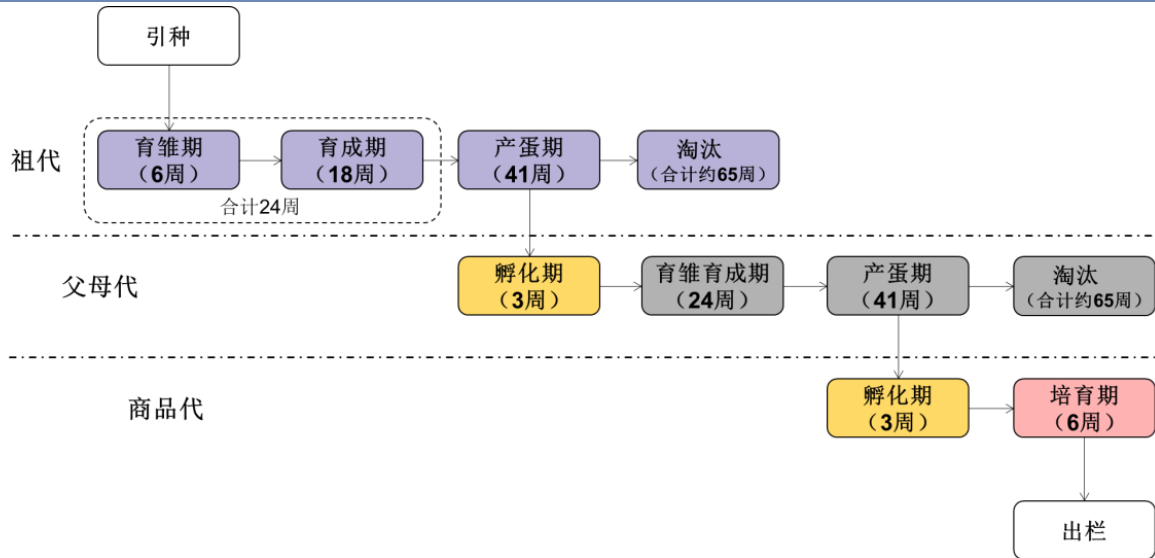
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图18: 在产父母代种鸡存栏量与毛鸡价格的潜在关系



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图19: 白羽鸡养殖周期



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

(三) 11 月黄鸡价格略降, 行业产能低位徘徊

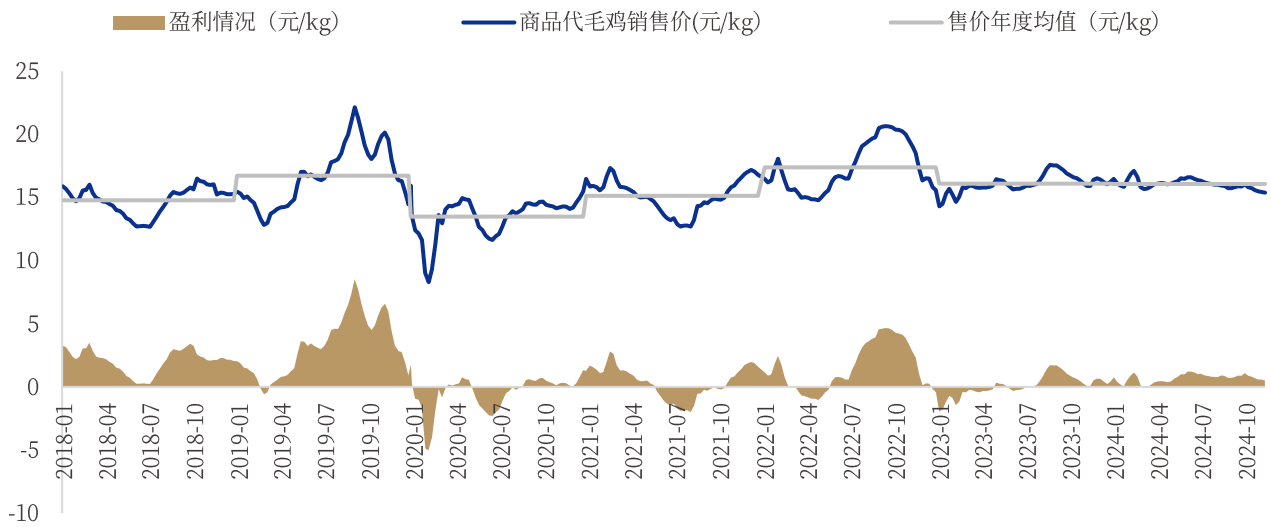
1.11 月黄鸡价格略降, 养殖盈利收窄

根据中国畜牧业协会数据, 2023 年我国黄羽鸡商品代毛鸡均价约为 16.1 元/kg, 同比-7.42%。23 年 Q1-3 商品代毛鸡价格震荡上行, 至 8 月 27 日达 17.6 元/kg, 单位盈利为 1.72 元/kg; 随后毛鸡价格震荡下行至 11 月 19 日的 15.92 元/kg; 此后毛鸡价格震荡运行, 24 年 11 月 17 日为 15.38 元/kg (协会数据)。

成本层面, 23 年黄鸡养殖成本高位震荡略有下行, 由年初的 16.25 元/kg 震荡调整至年底的 15.82 元/kg。随着玉米等原材料价格的震荡下行, 24 年养殖成本稳中略降, 11 月 17 日为 14.86 元/kg。

利润层面, 黄羽鸡商品代毛鸡养殖于 23 年 7 月中旬以来扭亏为盈, 此后基本保持盈利。24 年 3 月以来毛鸡养殖盈利显著上行, 自 3 月 10 日的单位亏损 0.04 元/kg 上行至 11 月 17 日单位盈利 0.52 元/kg。

图20: 2024年11月17日黄鸡周度均价为15.38元/kg, 单位盈利0.52元/kg



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

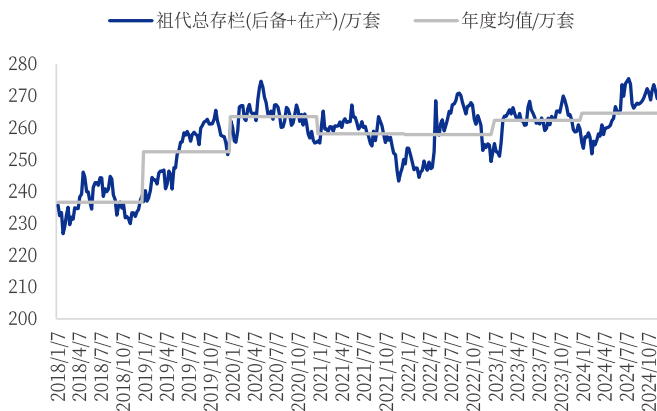
2. 父母代存栏持续低位, 黄鸡价格走势可期

根据中国畜牧业信息网数据, 从父母代存栏角度看, 24年11月17日在产+后备存栏约为2144.6万套, 其中在产父母代存栏约为1293.3万套, 产能处于18年以来的低位区域。

从黄羽鸡商品代雏鸡角度看, 其在20H2后以亏损居多, 仅在21Q1期间有较持续的盈利, 一定程度上表明行业产能过剩状态/需求端较弱。而22年5月下旬以来逐步改善, 持续时间约7个月; 至22年12月商品代雏鸡再次进入亏损状态, 持续2个月; 23年2月开始商品代雏鸡扭亏为盈, 持续时间约2个月; 至23年4月中旬商品代雏鸡再次进入亏损状态, 持续时间约3个月; 23年7月下旬以来商品代雏鸡再度扭亏为盈, 9月以来盈利收窄并于11月下旬进入亏损区间, 2023年商品代雏鸡平均盈利0.06元/只, 同比22年减少0.19元/只。进入2024年, 商品代雏鸡于1月28日扭亏为盈, 10月17日只均盈利为0.17元/只。

23Q4以来饲料原材料价格下行较显著, 饲料高成本压力持续释放, 叠加产能端低位状态考虑以及生猪价格预期上行的潜在影响, 我们建议积极关注黄羽鸡行业性机会。

图21: 18年至今我国黄鸡祖代总存栏情况



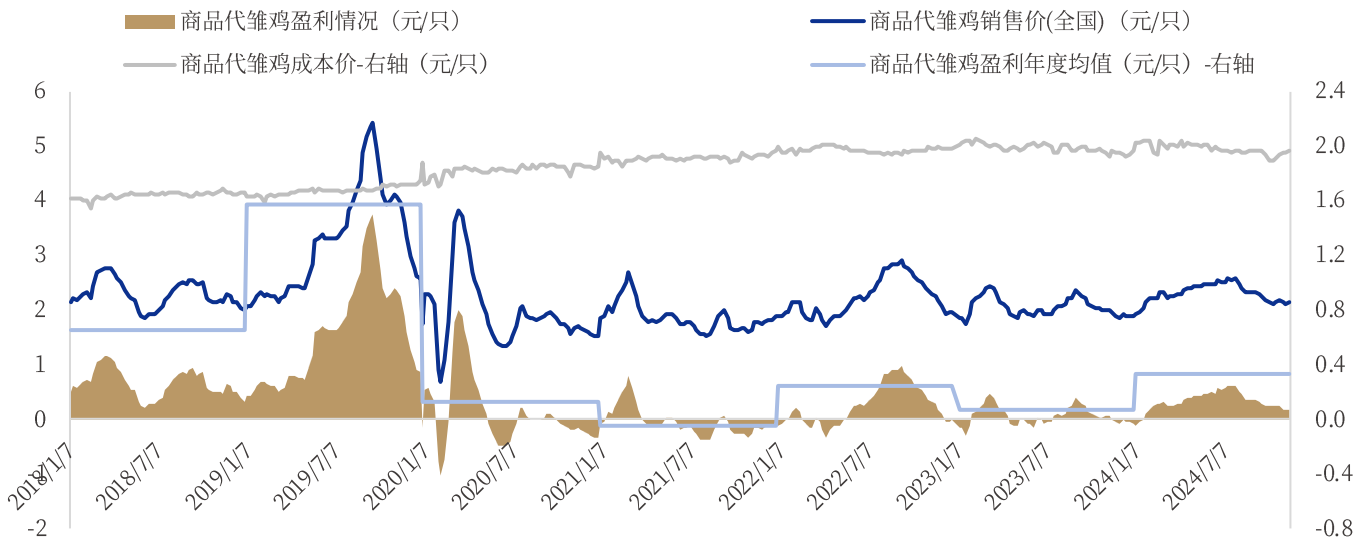
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图22: 18年至今我国黄鸡父母代存栏情况



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图23: 24年1月末以来黄鸡商品代雏鸡扭亏为盈



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

3. 黄鸡养殖区域特征明显, 集中度逐步提升

我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817 肉杂鸡、淘汰蛋鸡。黄羽肉鸡是以肉用为主要目的的土鸡、仿土鸡、地方鸡等各类型肉鸡的统称。由于黄羽肉鸡均为国内选育、培育, 所以不存在国外引种问题。

黄羽鸡根据生长速度和用途不同, 可以大致分为快速型、中速型、慢速型、蛋肉兼用型四种。2021年, 我国快速型、中速型、慢速型三种类型祖代黄羽肉鸡存栏量分别占我国祖代黄羽肉鸡存栏总量的 28.89%、24.55%和 46.56%。

表5: 我国黄羽鸡主要品种情况

类型	特点
快速型	指出栏时间在 65 天以内的品种, 生长速度快。 这类黄羽肉鸡具有出栏时间短、料肉比低、养殖效率高等特点, 并且口感好于白羽肉鸡, 近几年发展速度较快。
慢速型	指出栏时间在 95 天以上的品种, 此类品种多为散养, 注重外观和肉质。 由于养殖时间长, 慢速型黄羽鸡单只养殖成本较高, 市场售价也明显高于其他品种, 主要供应中高档餐厅、酒店及家庭消费, 部分用于加工领域。
中速型	指出栏时间在 65-95 天的品种, 兼具快速型、高效率 and 慢速型、高质量的特点。 一些中速鸡由于胸腿肌较好、脚胫粗细适中、皮肤光亮, 屠宰后更为美观, 是做冰鲜鸡的最佳原料。

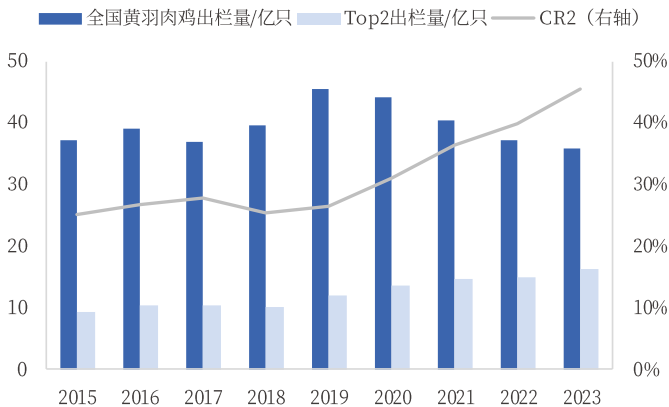
资料来源: 立华股份招股说明书, 中国银河证券研究院

黄羽鸡生产与消费分布区域性特征明显。核心区域为广东、广西, 两省分别为我国黄羽鸡生产排名第一、第二的主产地, 亦是主要消费地区, 以消费慢速黄羽鸡为主。其次, 江苏、浙江、安徽组成重要生产消费区, 以消费中速、快速鸡为主。第三, 受制于消费习惯等因素, 北方区域消费黄羽鸡较少。不过, 随着黄羽鸡市场的加速发展, 部分黄羽鸡养殖龙头企业开始在北方市场尝试拓展, 积极引导消费习惯。

规模化程度低, 集中度逐步提升中。我国黄羽鸡规模化养殖处于初级阶段, 养殖规模在 100 万套以上的养殖场数量占比不足 0.01%。在集中度方面, 从 2015-2023 年数据来看, 我国黄羽鸡 CR2 由 25.12%提升到 45.62%, 呈现逐步提升趋势。基于中国畜牧业协会数据, 2023 年, 我国黄羽鸡

年出栏量约 35.95 亿只，同比-3.62%。

图24：2015-2023 年我国黄羽鸡养殖集中度情况



资料来源：温氏股份、立华股份公司公告，中国银河证券研究院

（四）关注疫苗后周期行情，宠物疫苗助力弹性

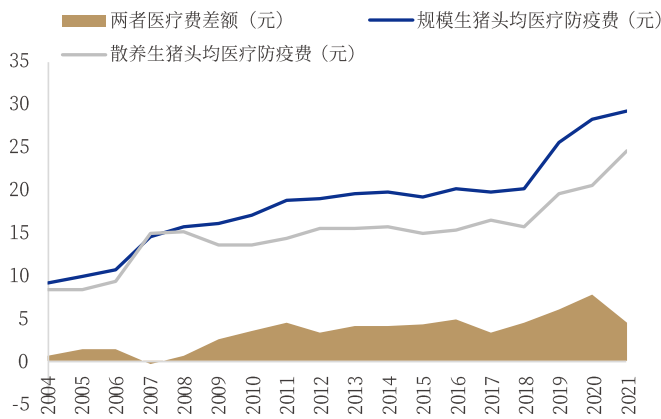
1. 下游养殖行情变化及规模化程度影响疫苗销量

从行业结构来说，动物疫苗属于畜禽养殖后周期行业，主要受益于下游畜禽养殖存栏回升、规模化提升带动渗透率提升这两个逻辑。历史数据表明规模化养殖在医疗防疫费上的花费高于散养模式，2022 年对应数据为 29.04 元/头、22.79 元/头，相差 6.25 元/头，两者差额最大值为 2020 年的 7.78 元/头。在规模化提升的大背景下，疫苗销量亦将随之提升。

作为后周期行业，疫苗销量受下游养殖业景气度影响。22H1 猪价筑底，疫苗行业收入负增长；随着猪价逐步好转，疫苗行业收入增速三季报开始转正（+0.77%），至 23 年三季报其收入增速为 3.85%，同比显著好转；23Q4 受猪价低迷影响，疫苗行业收入增速再次转负（-0.43%）。24 年三季报动保行业 ROE 为 2.6%，同比-3.17pct；行业销售净利率 6.7%，同比-7.07pct。

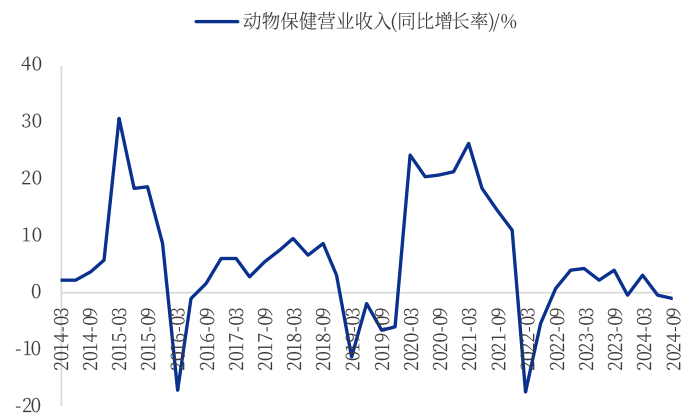
观察疫苗批签发数据，24 年 10 月我国批签发数为 1939 次，同比+15%，环比+14%。从总数来看，22Q4-24Q3 我国疫苗批签发数分别为 5279 次、4751 次、4632 次、5312 次、5103 次、4556 次、4835 次、5151 次，同比+16%、+2%、-1%、+6%、-3%、-4%、+4%、-3%。下游养殖持续亏损影响疫苗销售情况。公司层面看，上市疫苗企业批签发变动情况基本与行业保持一致，生物股份、普莱柯、中牧股份、科前生物 23Q1、Q2 环比均呈下行走势。随着 7-8 月猪价低位反弹，疫苗批签发量相对好转，23Q3 上市疫苗企业批签发量季度环比均有上行。随着 23Q4-24Q1 猪价再度低迷，上市疫苗企业除中牧股份、天康生物外其余批签发量均环比下行。自 24Q2-3 猪价进入上行区间，多数上市疫苗企业批签发量环比上行。另外，可以关注新品市场化带来的行业规模增厚，如宠物疫苗/药物等方面的国产替代。

图25: 2021 年生猪医疗防疫费创新高



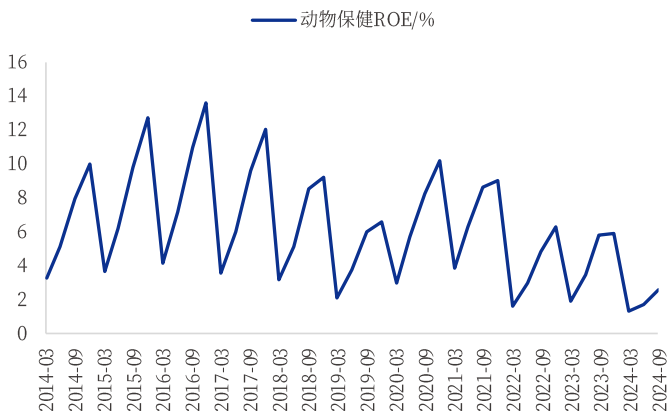
资料来源: 全国农产品成本收益资料汇编, 中国银河证券研究院

图26: 2014Q1-2024Q3 动物保健行业收入增长变动情况



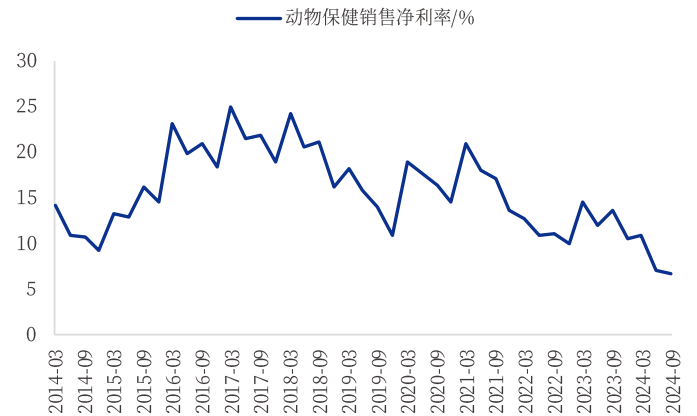
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 2014Q1-2024Q3 动物保健行业 ROE 变动情况



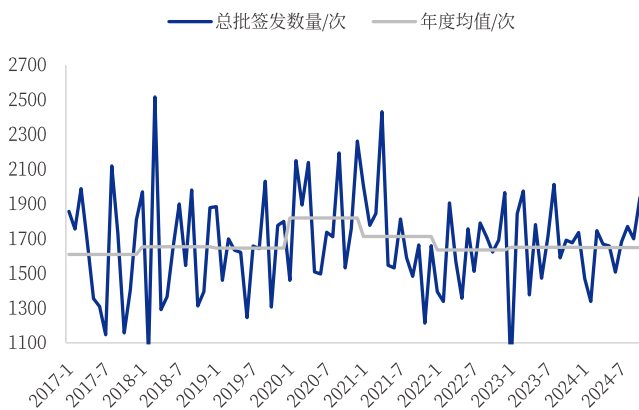
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 2014Q1-2024Q3 动物保健行业销售净利率变动情况



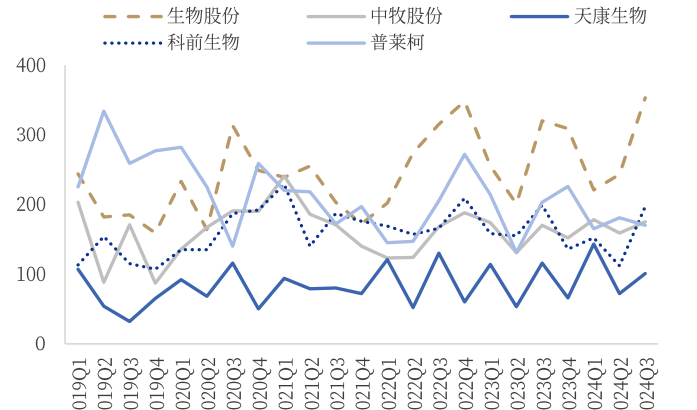
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 24 年 10 月我国疫苗批签发量同比+15%



资料来源: 国家兽药基础数据库, 中国银河证券研究院

图30: 2019Q1-2024Q3 上市疫苗企业批签发量(次)



资料来源: 国家兽药基础数据库, 中国银河证券研究院

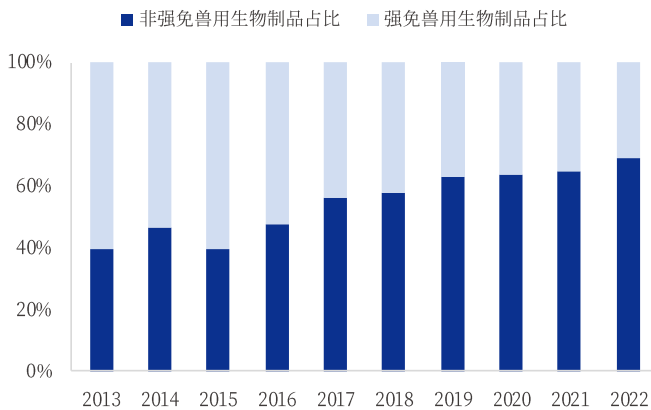
2. 动物疫苗迎接市场化大时代，行业竞争将加剧

猪瘟与蓝耳病疫苗退出政府招采目录、“先打后补”政策实施都表明疫苗市场化的趋势。另外，2021年农业部提到至2025年逐步全面取消政府招采苗，**动物疫苗行业将迎来市场化大时代**。大力

发展市场苗将扩大疫苗整体市场规模，未来市场苗的增长是企业业绩增长的核心。

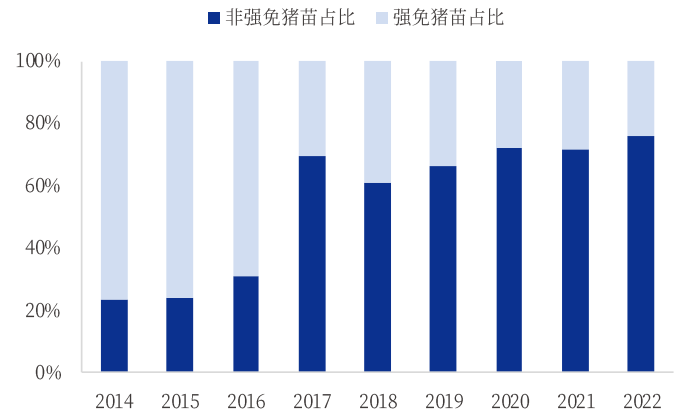
行业集中度与规模化加速推进，市场苗渗透率提升。国内生猪养殖行业格局正处于大变革阶段，曾经国内生猪养殖行业为完全竞争市场，表现为行业集中度低、养殖门槛低、散户养殖占比高、竞争激烈等特点。非洲猪瘟一定程度上加速了生猪养殖行业的整合，非瘟防控成本高、风险大、养殖资本及技术要求大幅上升等因素提升了行业门槛，上市养殖企业及龙头养殖企业对于疫情的抵抗能力强于小散养殖户，因此行业进入加速整合的阶段。

图31：2013-2022 年我国强制、非强制免疫生物制品市场占比



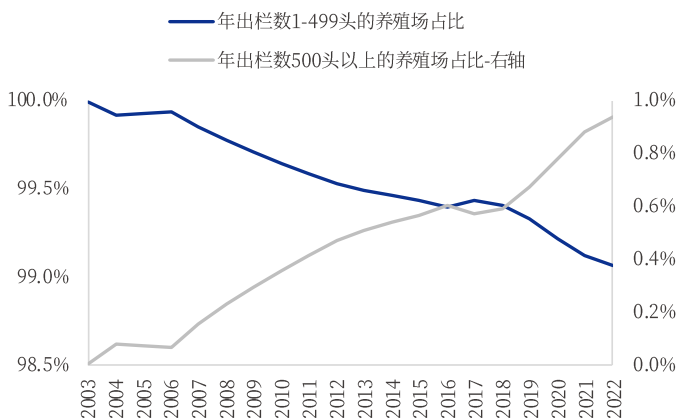
资料来源：科前生物公司公告，中国银河证券研究院

图32：2013-2022 年我国强制、非强制猪苗市场份额对比



资料来源：科前生物公司公告，兽药协会，中国银河证券研究院

图33：2003-2022 年我国生猪饲养规模化情况



资料来源：中国畜牧业年鉴，中国银河证券研究院

规模养殖场极为重视疫苗使用，有专业的免疫程序，对仔猪、外购猪、种猪进行不同的免疫计划。不同于政府招采苗，各规模养殖场生物环境不同对应不同品种疫苗需求，为降低生猪应激反应和免疫数，养殖场使用联苗获得组合免疫意愿逐渐强烈。

各大规模养殖场对于场内生物安全要求明显高于小散养殖户，愿意支付更高价格采购优质疫苗。因此，行业集中度的快速提升、规模化的逐步推进，促使我国动物疫苗市场化改革进程加速，未来市场苗渗透率将显著提升，市场规模进一步扩大。

表6: 疫苗行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
疫苗行业上游为病原微生物生产企业，议价能力较弱。	疫苗行业下游为畜禽养殖行业以及政府，对应产品为市场苗以及招采苗。疫苗企业均努力争取大型养殖集团订单，且通过招投标拿到政府招采苗订单，此下游议价能力强。	疫苗行业新进入者可理解为新产品批文下发，企业可以生产销售某疫苗产品，对现有竞争格局影响较大，即新进入者威胁大。	市场上一种疫病有对应多种疫苗产品，且随着多联苗、多价苗的上市，对单一产品的替代效应较大。	疫苗行业产品差异较大，以口蹄疫为例，目前有8家公参与竞争，而猪瘟疫苗公司达20家以上，综合来说，竞争程度中等。

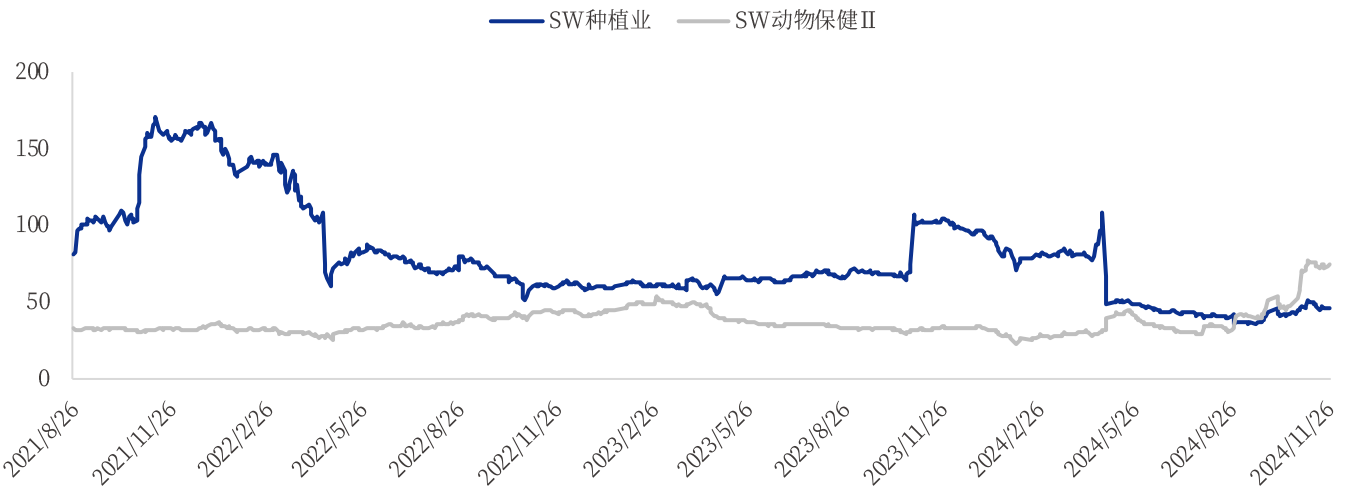
资料来源: 中国银河证券研究院

三、农林牧渔在资本市场中的发展情况

(一) 农林牧渔市值占比稳定，养殖业占比领先

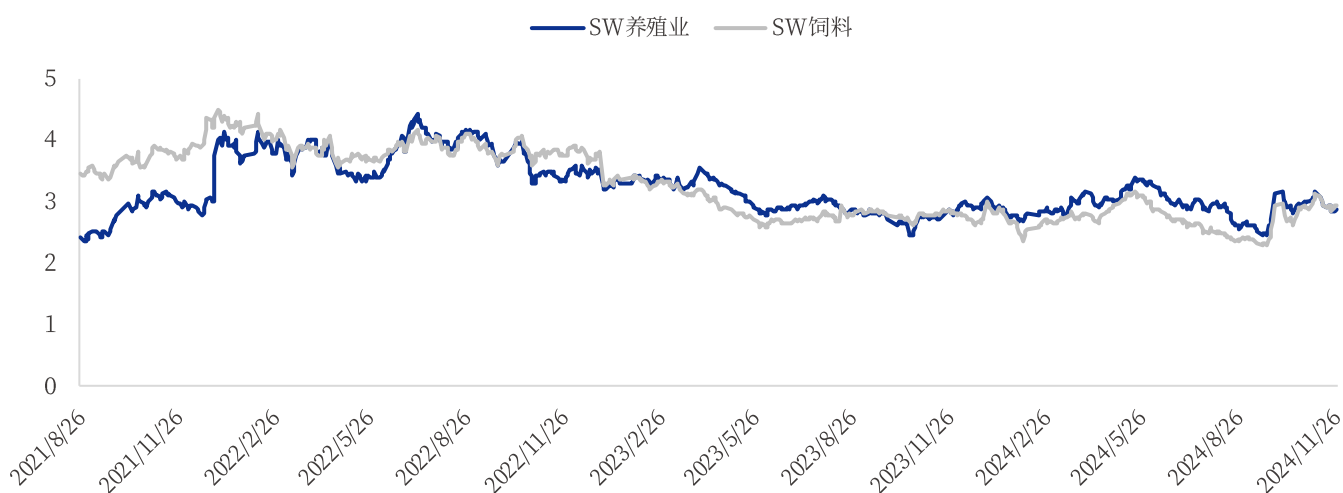
据 SW 行业分类，截至 2024 年 11 月 27 日，农林牧渔板块含上市公司 111 家，总市值为 12690.60 亿元，占全部 A 股市值的 1.36%，保持相对稳定；其中农产品加工、养殖业、种植业、饲料、动物保健分别包含 25 家、21 家、21 家、17 家、14 家，对应市值 2,963.96 亿元、5,414.13 亿元、1,430.30 亿元、1,892.76 亿元和 571.27 亿元。从市值占比角度来看，养殖业和农产品加工板块居前，其中，养殖业占比 42.66%，略有下行；农产品加工占比 23.36%，略有上行。

图34: 农林牧渔部分子行业 PE (TTM, 整体法) 情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图35: 农林牧渔部分子行业 PB (整体法) 情况



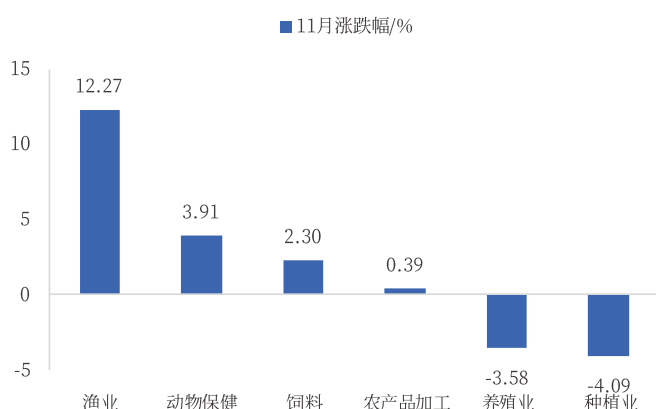
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 11月农林牧渔指数表现弱于沪深300

24年11月(截至11月27日), 农林牧渔指数整体下跌1.50%(以SW 2021行业分类为准), 同期沪深300上涨0.41%, 农林牧渔表现弱于沪深300。对比各子行业指数, 渔业涨幅居前(+12.27%), 而种植业(-4.09%)、养殖业(-3.58%)表现靠后。

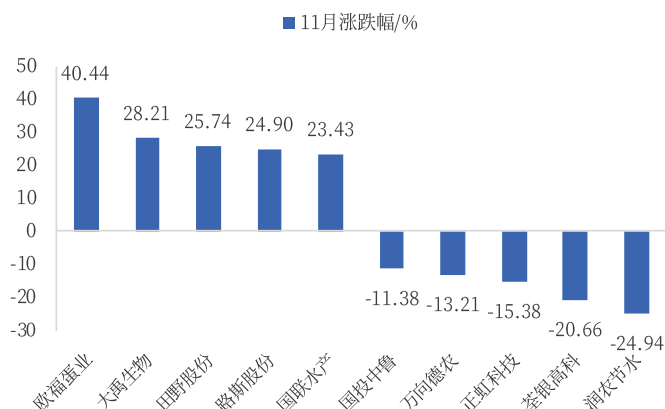
24年年初至今(截至11月27日), 农林牧渔指数整体下跌8.95%(以SW 2021行业分类为准), 同期沪深300上涨13.87%, 农林牧渔表现弱于沪深300。对比各子行业指数, 种植业表现居前(-2.81%), 而动物保健(-26.48%)、饲料(-9.12%)表现靠后。

图36: 24年11月农林牧渔部分子行业指数涨跌幅情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图37: 24年11月农业个股涨跌幅前五名情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表7: 部分重点公司相关财务指标 (收盘价为2024年11月27日, ROE为2024Q3数据)

公司名称	代码	收盘价(元)	EPS			PE			ROE (%)	投资评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
温氏股份	300498.SZ	17.33	-0.96	1.42	2.11	-21	12	8	17.72	推荐
牧原股份	002714.SZ	40.99	-0.78	2.92	5.40	-53	14	8	15.52	推荐

海大集团	002311.SZ	47.65	1.65	2.38	3.34	27	20	14	17.32	推荐
天康生物	002100.SZ	6.67	-1.00	0.50	1.21	-9	13	6	8.47	推荐
立华股份	300761.SZ	20.41	-0.53	1.31	2.49	-40	16	8	14.18	推荐
乖宝宠物	301498.SZ	63.61	1.07	1.42	1.79	37	45	36	12.14	推荐
中宠股份	002891.SZ	31.35	0.79	1.10	1.27	33	29	25	12.03	推荐
中牧股份	600195.SH	7.06	0.39	0.47	0.60	30	15	12	1.49	推荐
普莱柯	603566.SH	13.15	0.49	0.65	0.83	46	20	16	3.96	推荐
科前生物	688526.SH	14.47	0.85	1.04	1.26	24	14	11	6.78	推荐
生物股份	600201.SH	6.72	0.25	0.33	0.39	43	20	17	3.14	推荐
佩蒂股份	300673.SZ	15.11	-0.04	0.75	0.87	-304	20	17	8.09	推荐
益生股份	002458.SZ	9.62	0.49	0.62	0.64	22	16	15	6.78	推荐
民和股份	002234.SZ	9.15	-1.11	0.86	1.57	-11	11	6	-9.97	推荐
仙坛股份	002746.SZ	6.18	0.26	0.66	0.90	27	9	7	2.45	推荐
禾丰股份	603609.SH	8.47	-0.50	0.53	1.08	-17	16	8	4.32	推荐
隆平高科	000998.SZ	10.94	0.15	0.42	0.59	93	26	19	-9.37	推荐
登海种业	002041.SZ	9.95	0.29	0.39	0.52	46	26	19	1.64	推荐
荃银高科	300087.SZ	10.79	0.29	0.37	0.5	29	29	22	-4.55	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议及股票池

畜禽养殖链依旧为当前行业关注重点，首先我们建议重点关注生猪养殖行业的回调布局机会，基于能繁母猪作用值以及养殖效率方面的考虑，25年猪价相对平稳运行，叠加成本下行带来的利润超预期，重点关注成本边际变化显著、资金面良好的优质猪企，可关注牧原股份（002714.SZ）、温氏股份（300498.SZ）、天康生物（002100.SZ）、神农集团（605296.SH）。其次，黄羽鸡价格与猪价有一定相关性，同时考虑自身供给端低位水平，后续价格存上行可能，可关注个股立华股份（300761.SZ）。第三，关注农业板块中的高成长性子领域“宠物板块”，重点关注乖宝宠物（301498.SZ）、中宠股份（002891.SZ）、佩蒂股份（300673.SZ）。第四，养殖产业链中的后周期行业，包括饲料龙头海大集团（002311.SZ）；同时关注动物疫苗新品上市进程，关注疫苗优质企业中牧股份（600195.SH）、普莱柯（603566.SH）、生物股份（600201.SH）等。最后，白羽鸡上游供给收缩，父母代存栏仍处于震荡过程中，静待行业复苏，持续进行板块性关注。

表8: 核心组合推荐（收盘价为2024年11月27日）

名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)		PE		评级
			2024E	2025E	2024E	2025E	
海大集团	002311.SZ	47.65	2.38	3.34	20	14	推荐
牧原股份	002714.SZ	40.99	2.92	5.40	14	8	推荐
立华股份	300761.SZ	20.41	1.31	2.49	16	8	推荐
乖宝宠物	301498.SZ	63.61	1.42	1.79	45	36	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

1、畜禽价格走势不达预期的风险：若畜禽价格走势低于预期，养殖企业业绩变化将较大，且一定程度上影响行业预期。

2、动物疫病的风险：若养殖企业遭受非洲猪瘟病毒等相关疫情，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降。另外，若发生类似于 H7N9 “禽流感”的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，将严重损害养殖企业盈利。

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

4、政策的风险：动物疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对动物疫苗企业造成显著影响。

5、自然灾害的风险：极端灾害天气会对农业生产造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

图表目录

图 1: 2024 年 10 月我国 CPI 同比+0.3%.....	3
图 2: 2024 年 10 月我国 CPI 环比-0.3%	3
图 3: 2024 年 1-10 月我国农产品累计进口额为 1812.45 亿美元, 同比-7.22%.....	3
图 4: 猪价自 24.1.17 低点震荡回升, 8 月中旬达年内高点 21.06 元/kg, 此后震荡回落至 11 月 13 日的 17.32 元/kg....	4
图 5: 2014Q1-2024Q3 农林牧渔板块 ROE 情况	5
图 6: 2014Q1-2024Q3 农林牧渔板块销售净利率情况.....	5
图 7: 2014Q1-2024Q3 畜禽养殖、动物保健、饲料 ROE 情况.....	5
图 8: 2014Q1-2024Q3 畜禽养殖、动物保健、饲料销售净利率情况	5
图 9: 2024.11.22 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为 153.59 元/头、-63.23 元/头	7
图 10: 2024.11.21 生猪出栏均重约为 126.05kg, 较 2 月 1 日上升 4.91%	7
图 11: 2021-2024 年月度白羽鸡祖代引种更新量情况 (万套)	10
图 12: 2001-2024 年白羽鸡祖代引种更新量情况	10
图 13: 17 年至今白羽鸡祖代存栏情况 (在产、后备)	10
图 14: 2009-2023 年白羽鸡祖代产能.....	10
图 15: 17 年至今白羽鸡父母代存栏情况 (在产、后备)	10
图 16: 17 年至今白羽鸡商品代鸡苗价格走势	10
图 17: 17 年至今白羽鸡全产全销价格走势	11
图 18: 在产父母代种鸡存栏量与毛鸡价格的潜在关系.....	11
图 19: 白羽鸡养殖周期	11
图 20: 2024 年 11 月 17 日黄鸡周度均价为 15.38 元/kg, 单位盈利 0.52 元/kg	12
图 21: 18 年至今我国黄鸡祖代总存栏情况	12
图 22: 18 年至今我国黄鸡父母代存栏情况	12
图 23: 24 年 1 月末以来黄鸡商品代雏鸡扭亏为盈.....	13
图 24: 2015-2023 年我国黄羽鸡养殖集中度情况	14
图 25: 2021 年生猪医疗防疫费创新高	15
图 26: 2014Q1-2024Q3 动物保健行业收入增长变动情况.....	15
图 27: 2014Q1-2024Q3 动物保健行业 ROE 变动情况	15
图 28: 2014Q1-2024Q3 动物保健行业销售净利率变动情况.....	15
图 29: 24 年 10 月我国疫苗批签发量同比+15%.....	15
图 30: 2019Q1-2024Q3 上市疫苗企业批签发量 (次)	15
图 31: 2013-2022 年我国强制、非强制免疫生物制品市场占比.....	16
图 32: 2013-2022 年我国强制、非强制猪苗市场份额对比.....	16
图 33: 2003-2022 年我国生猪饲养规模化情况	16
图 34: 农林牧渔部分子行业 PE (TTM, 整体法) 情况	17
图 35: 农林牧渔部分子行业 PB (整体法) 情况	18

图 36: 24 年 11 月农林牧渔部分子行业指数涨跌幅情况.....18

图 37: 24 年 11 月农业个股涨跌幅各前五名情况18

表 1: 2016-2024 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况..... 5

表 2: 2010-2024 年我国生猪自繁自养月度利润情况（单位：元/头） 7

表 3: 部分养殖企业生猪出栏情况 8

表 4: 生猪养殖行业五力模型分析 9

表 5: 我国黄羽鸡主要品种情况.....13

表 6: 疫苗行业五力模型分析.....17

表 7: 部分重点公司相关财务指标（收盘价为 2024 年 11 月 27 日，ROE 为 2024Q3 数据）18

表 8: 核心组合推荐（收盘价为 2024 年 11 月 27 日）19

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢芝优 农业行业首席分析师。南京大学管理学硕士。2015年起先后供职于西南证券、国泰君安证券从事研究工作，2018年加入银河证券。曾获2022年第十届Choice最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

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

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

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

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

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn