



# 肉鸡高景气持续，种业创新加快推进

农林牧渔行业跟踪报告 | 2023.3.13

## 中信证券研究部



盛夏  
农林牧渔行业首席  
分析师  
S1010516110001



彭家乐  
农林牧渔分析师  
S1010518080001



王聪  
农林牧渔分析师  
S1010522020001

## 农林牧渔行业

评级

强于大市（维持）

## 核心观点

两会期间，种业发展再获关注，会议强调深入实施种业振兴，加快推动种业创新。我们继续推荐种业及生物育种。推荐具备生物育种产业化显著领先优势的大北农、杂交玉米种业龙头登海种业。3月以来鸡价、苗价再创近年新高，继续推荐禽产业链投资机会，建议关注圣农发展、益生股份等。黄鸡价格逐步向上，建议重点关注立华股份等。生猪板块供需博弈持续，中期景气维持乐观，建议重点关注巨星农牧、温氏股份、牧原股份等。非瘟疫苗研发有望取得进展，推荐中牧股份、普莱柯、科前生物、瑞普生物、生物股份等。国内宠物市场景气有望持续，推荐中宠股份、佩蒂股份。继续推荐稻麦种植优质标的苏垦农发、高成长绩优股海大集团。金针菇景气高位，建议关注雪榕生物。

**肉禽：鸡价苗价再创近年新高，继续推荐肉禽产业链。**2023年3月4-10日（本周）白羽肉鸡均价10.45元/公斤，环比上涨2.4%，同比上涨22.3%；中速鸡均价7.8元/斤，环比上涨1.4%，同比下滑1.8%；山东烟台鸡苗均价6.50元/羽，环比+9.8%，同比+674%。目前海外禽流感高发，仍需持续关注我国政策动态及后续海外禽流感疫情发展趋势。白羽肉鸡价格上行周期已开启，当前鸡价苗价均处高位，禽产业链板块公司后续有望释放业绩红利，后续随着海外引种缺口导致的供需矛盾逐步凸显，白鸡板块行情或可期。建议重点关注鸡苗公司益生股份/民和股份，种源自主可控和一体化的圣农发展，以及仙坛股份、禾丰股份等。黄鸡价格逐步向上，建议重点关注立华股份。

**种业：深入实施种业振兴，加快推动种业创新。**2023年3月13日，国务院总理李强答记者问，提出抓住两个要害：第一是耕地，第二是种子，不断提高我国粮食生产能力。3月5日，前国务院总理李克强在全国两会作政府工作报告，指出今年工作重点包括稳定粮食生产和推进乡村振兴，深入实施种业振兴行动。两会期间，多位人大代表和政协委员关注种业发展，建议加快推动种业创新，推动生物育种应用广度和深度；优化种业创新政策，支持种业创新研究。“二十大”会议以来，深入实施种业振兴、推进生物育种产业化应用获重点强调。我们认为，随着政策推进力度持续加强，产业化大幕徐徐拉开，预计生物育种渗透率将迎加速提升期，商业模式也逐步明确。我们继续建议积极配置种业与生物育种板块，把握政策红利窗口期。推荐具备生物育种产业化领先优势的大北农、具备优质品种资源的杂交玉米种业龙头登海种业。

**生猪：猪价震荡，产能去化持续。**据涌益咨询数据，本周全国生猪出栏均价15.70元/公斤，环比下滑0.8%，同比上涨30.6%。我们预计短期多方博弈的局面下，猪价或将继续保持震荡态势，后续仍需持续关注二育对短期猪价的扰动。中长期来看，预计2023全年猪价或呈波动上行、前低后高走势，全年均价仍有望维持高位。当前生猪板块建议逢低布局，主要猪企头均估值仍处相对低位，建议重点关注巨星农牧、温氏股份、牧原股份等。

**种植：国产大豆收储范围扩大，保障油料种植收益。**据中储粮集团2023年3月9日公告，中储粮集团在黑龙江、内蒙古两个大豆主产区启动新增2022年产国产大豆收购计划，同时上调国产大豆日常收购价。近年来，国家高度重视油料作物生产，我们认为，国家通过收储引导国产大豆市场有序运行，发挥储备调控重要作用，对稳定大豆市场预期、保障农民种粮收益具有重要作用。近期，小麦、面粉价格高位调整。我们预计，短期内市场购销恢复缓慢，市场粮源流通充裕，小麦价格预计高位调整。建议关注粮食种植板块，推荐主营水稻、小麦种植的优质标的苏垦农发。

**风险因素：**新冠疫情影超预期；政策推出力度、执行进度不达预期；知识产权保护不及预期；自然灾害；猪价不达预期；动物疫病大规模爆发；食品安全问题；粮食价格波动；地缘政治风险进一步恶化等。

**投资建议：**两会期间，种业发展再获关注，会议强调深入实施种业振兴，加快推动种业创新。我们继续推荐种业及生物育种。推荐具备生物育种产业化显著领先优势的大北农、杂交玉米种业龙头登海种业。3月以来鸡价、苗价再创近年新高，继续推荐禽产业链投资机会，建议关注圣农发展、益生股份等。黄鸡价格逐步向上，建议重点关注立华股份等。生猪板块供需博弈持续，中期景气维持乐观，建议重点关注巨星农牧、温氏股份、牧原股份等。非瘟疫苗研发有望取得进展，推荐中牧股份、普莱柯、科前生物、瑞普生物、生物股份等。国内宠物市场景气有望持续，推荐中宠股份、佩蒂股份。继续推荐稻麦种植优质标的苏垦农发、高成长绩优股海大集团。金针菇景气高位，建议关注雪榕生物。

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级（元）

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
大北农	002385.SZ	8.13	-0.11	0.01	0.41	0.45	-74	813	20	18	买入
登海种业	002041.SZ	19.74	0.26	0.40	0.57	0.70	76	49	35	28	买入
巨星农牧	603477.SH	23.38	0.51	0.57	2.45	1.94	46	41	10	12	买入
温氏股份	300498.SZ	17.96	-2.05	1.05	2.35	0.74	-9	17	8	24	买入
益生股份	002458.SZ	15.42	0.03	0.07	0.50	0.85	514	220	31	18	增持
圣农发展	002299.SZ	24.36	0.36	0.39	0.97	1.45	68	62	25	17	买入
立华股份	300761.SZ	39.90	-0.86	2.79	2.78	1.52	-46	14	14	26	增持
苏垦农发	601952.SH	12.09	0.53	0.80	0.93	0.94	23	15	13	13	买入
普莱柯	603566.SH	29.36	0.69	0.49	0.74	0.92	43	60	40	32	买入
科前生物	688526.SH	27.80	1.22	0.90	1.24	1.60	23	31	22	17	买入
瑞普生物	300119.SZ	21.73	0.88	0.87	1.06	1.30	25	25	21	17	买入
生物股份	600201.SH	11.58	0.34	0.19	0.35	0.43	34	61	33	27	买入
中宠股份	002891.SZ	22.80	0.39	0.50	0.69	1.03	58	46	33	22	买入
佩蒂股份	300673.SZ	17.77	0.24	0.63	0.78	0.99	74	28	23	18	买入
海大集团	002311.SZ	62.20	0.96	1.79	2.81	3.17	65	35	22	20	买入
百龙创园	605016.SH	30.00	0.59	0.89	1.24	1.88	51	34	24	16	买入
中粮科技	000930.SZ	8.73	0.61	0.74	0.78	0.85	14	12	11	10	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2023年3月10日收盘价

## 目录

肉禽：鸡价苗价再创近年新高，继续推荐肉禽产业链 .....	5
种业：深入实施种业振兴，加快推动种业创新 .....	8
生猪：猪价震荡，产能去化持续 .....	10
种植：国产大豆收储范围扩大，保障油料种植收益 .....	13
动保：主业稳健，关注非瘟疫苗研发进展 .....	15
宠物：国内市场保持增长，景气有望持续 .....	15
食用菌：金针菇景气高位，龙头有望充分受益 .....	17
农产品价格及板块表现（3月6日-3月10日） .....	18
重点公司盈利预测 .....	19
风险因素 .....	19

## 插图目录

图 1：中速鸡均价 .....	5
图 2：白羽肉鸡与鸡苗均价 .....	5
图 3：肉鸡产业链利润情况 .....	6
图 4：屠宰场库容率 .....	6
图 5：屠宰场开工率 .....	6
图 6：近 30 天美国禽流感现状 .....	7
图 7：禽流感发生以来美国累计扑杀家禽数量 .....	7
图 8：我国祖代鸡引种更新量 .....	7
图 9：白羽鸡在产父母代种鸡存栏量 .....	7
图 10：黄羽鸡在产父母代种鸡存栏量 .....	8
图 11：涌益生猪均价 .....	11
图 12：屠宰量与猪价关系 .....	11
图 13：生猪出栏均重 .....	11
图 14：冻品库存率 .....	11
图 15：屠宰场开工率 .....	11
图 16：涌益咨询能繁母猪存栏环比增速 .....	12
图 17：50kg 母猪均价 .....	12
图 18：15kg 仔猪均价 .....	12
图 19：国产大豆现货价 .....	13
图 20：国产大豆产量 .....	13
图 21：3月13-14日春耕春播农用天气预报 .....	14
图 22：3月7-16日农业气象关注重点 .....	14
图 23：小麦及标准面粉均价 .....	14
图 24：中小面粉企业开工率 .....	14
图 25：动保疫苗板块收入与同比增长率 .....	15

图 26：动保疫苗板块归母净利润与同比增长率 .....	15
图 27：中国城镇猫狗消费市场规模 .....	16
图 28：中国城镇猫狗数量 .....	16
图 29：各类宠物消费占比 .....	16
图 30：全国金针菇批发市场价格 .....	17
图 31：全国食用菌工厂化企业数量 .....	18
图 32：全国工厂化金针菇日产量 .....	18

## 表格目录

表 1：美国祖代鸡主要产地禽流感现状 .....	7
表 2：2023 年两会期间种业相关内容 .....	8
表 3：“二十大”以来重要会议和文件回顾 .....	9
表 4：国际主要农产品期货价格 .....	18
表 5：国内主要农产品期货价格 .....	18
表 6：国内主要农产品现货价格 .....	18
表 7：重点公司盈利预测 .....	19

## 肉禽：鸡价苗价再创近年新高，继续推荐肉禽产业链

**白羽肉鸡及鸡苗价格持续走高。**2023年3月4-10日（本周）白羽肉鸡均价10.45元/公斤，环比上涨2.4%，同比上涨22.3%；中速鸡均价7.8元/斤，环比上涨1.4%，同比下滑1.8%。本周山东烟台鸡苗均价6.50元/羽，环比+9.8%，同比+674%

图1：中速鸡均价（元/斤）



资料来源：新牧网，中信证券研究部

图2：白羽肉鸡与鸡苗均价

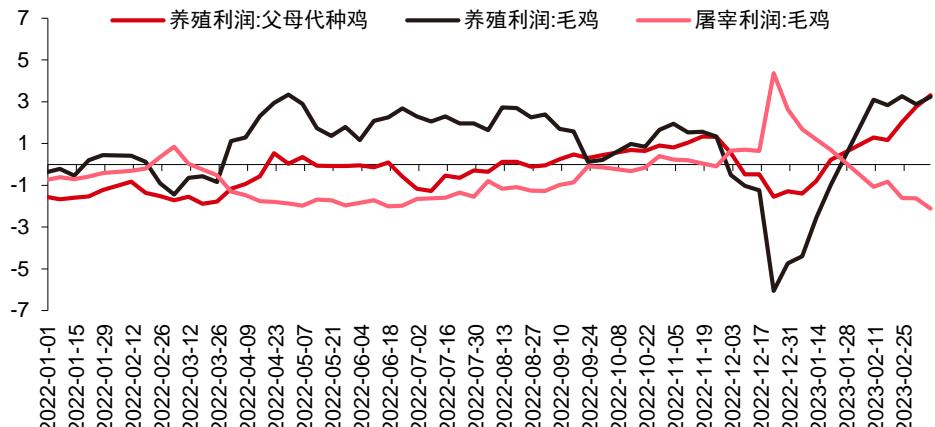


资料来源：博亚和讯，鸡病专业网，中信证券研究部

**当前处于鸡肉消费淡季，近期鸡价上涨主要受供给端因素催化。**从供给端来看，1月鸡苗价格低位，养殖端对后市悲观导致产能去化，同时2022年10-12月行业内换羽量增多叠加种鸡效率下降致当前鸡苗及毛鸡出栏量均处于低位，主产区山东、辽宁鸡源均紧缺。

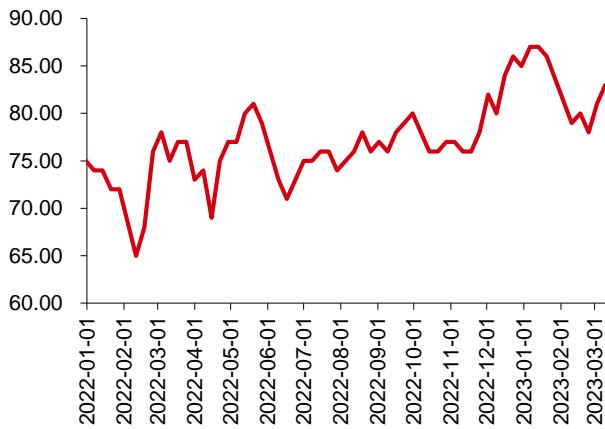
**屠企深度亏损，肉鸡价格短期内或高位震荡。**产业链利润端来看，本周父母代种鸡养殖利润3.31元/羽，环比上涨19.9%，同比上涨314%；毛鸡养殖利润3.24元/羽，环比上涨12.1%，同比上涨599%；屠宰利润-2.11元/羽，环比下滑30.2%，同比下滑7133%。尽管白羽肉鸡均价本周再创2020年以来新高，但当前下游走货不畅致鸡肉产品库容率上升，高价毛鸡导致屠企陷入亏损，部分屠企开始减产或停工。我们预计短期内在产业链持续博弈态势下，肉鸡价格上涨动力或将减弱，短期内有望维持高位震荡态势。

图 3: 肉鸡产业链利润情况 (元/羽)



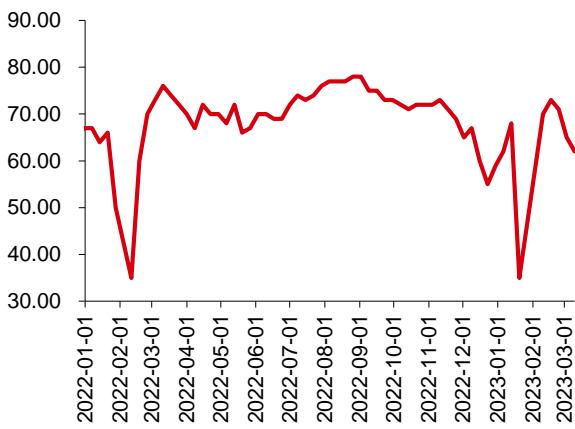
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 4: 屠宰场库容率 (%)



资料来源: 博亚和讯, 中信证券研究部

图 5: 屠宰场开工率 (%)



资料来源: 博亚和讯, 中信证券研究部

**海外禽流感仍高发。**美国农业部及疾控中心联合发布数据显示，截至 2023 年 3 月 8 日，美国禽流感疫情已蔓延到全美 47 个州，累计 5860 万只家禽被扑杀（环比上周增长 0.1%，较 2022 年底增长 1.3%，较 22H1 末增长 46%），累计扑杀家禽数和影响区域已达历史高位（目前美国历史最严重禽流感发生于 2015 年，共计影响 21 个州，约 5050 万只家禽被扑杀）。目前我国在美的引种地仅剩阿拉巴马州一州，海外引种短缺局面明确。据 Mysteel 数据，2023 年 1-2 月份我国引种更新量累计 20.46 万套，其中 1 月无海外引种，2 月美国引种约 5 万套。

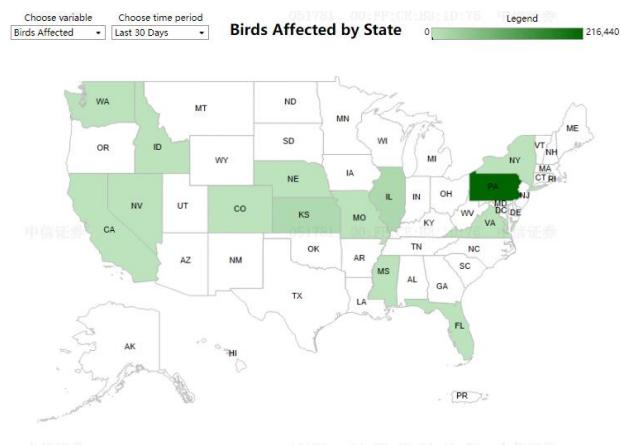
据中国海关总署报道，欧洲由于禽流感不能引种，新西兰受垂直传染疾病困扰，因此目前短期内可引种数量仍较为有限。我们预计白鸡引种短缺对商品代供给的影响或将在 2023H2 开始逐步显现。

表 1：美国祖代鸡主要产地禽流感现状

州名	已感染场所数	累计扑杀数	最新禽流感发生日期	目前进口证书状态
田纳西州	4个商业养殖场, 5个家庭养殖场	41.8万只	2023年1月20日(商业养殖场)	失效
密西西比州	2个商业养殖场, 2个家庭养殖场	12.4万只	2023年2月17日	失效
亚拉巴马州	1个家庭养殖场	460只	2022年12月5日(非家禽)	仍然生效

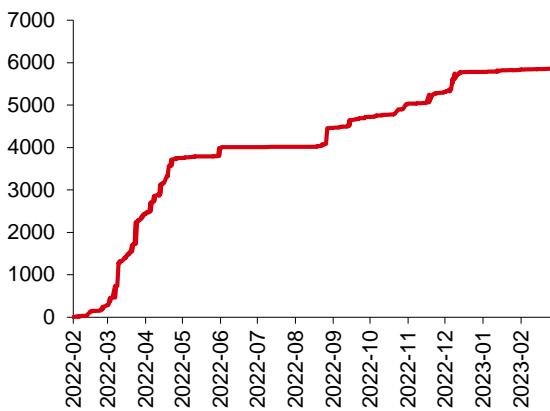
资料来源：USDA，中信证券研究部

图 6：近 30 天美国禽流感现状



资料来源：USDA

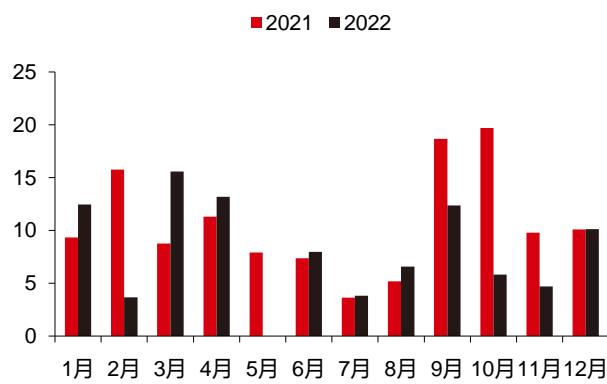
图 7：禽流感发生以来美国累计扑杀家禽数量（万只）



资料来源：美国疾病控制与预防中心，中信证券研究部

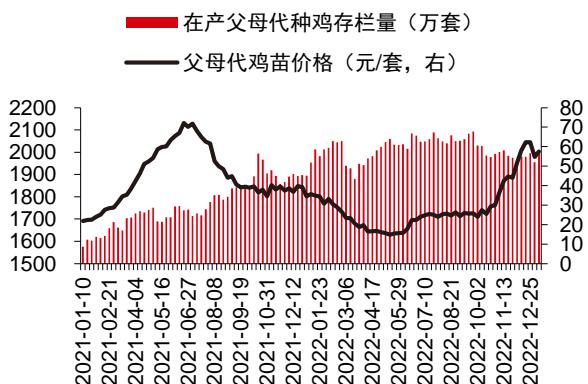
**白羽肉鸡周期上行，禽产业链板块公司有望释放业绩红利。**当前鸡价、苗价均处高位，肉禽养殖产业链利润回升，同时随着海外引种缺口导致的供需矛盾逐步凸显，产业链上游鸡苗企业有望率先受益。我们预计，在产能去化及引种短缺的叠加作用下，2023 全年肉鸡均价有望维持高位，白鸡板块行情或可期。建议重点关注鸡苗公司益生股份/民和股份，种源自主可控和一体化的圣农发展，以及仙坛股份、禾丰股份等。

图 8：我国祖代鸡引种更新量（万套）



资料来源：畜牧业协会禽业分会，中信证券研究部

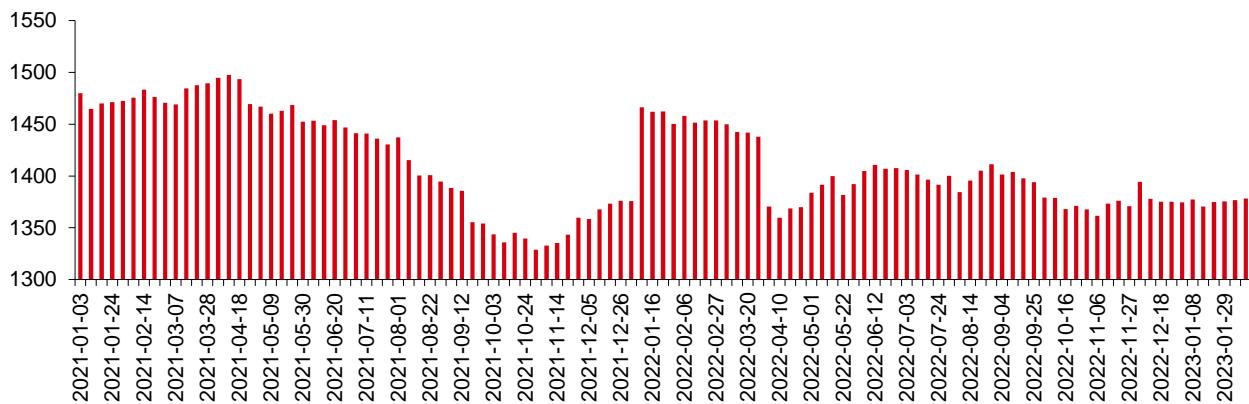
图 9：白羽鸡在产父母代种鸡存栏量（万套）



资料来源：白羽肉鸡协会，中信证券研究部

**黄鸡产能低位+后续消费好转，价格有望逐步向上。**据黄羽肉鸡协会数据，从产能来看，截至 2023 年第 6 周（2.6-2.12），在产父母代存栏较 2021 年高位下滑约 8%，2023 年以来始终处于低位。随着下游餐饮消费复苏，供需矛盾或将凸显，预计 23H1 黄鸡价格有望重回高位。头部企业凭借成本及规模优势，市占率有望进一步提升。建议关注立华股份、温氏股份、湘佳股份。

图 10：黄羽鸡在产父母代种鸡存栏量（万套）



资料来源：黄羽鸡协会，中信证券研究部

## 种业：深入实施种业振兴，加快推动种业创新

**深入实施种业振兴行动，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。**两会期间，种业发展再获关注。2023 年 3 月 13 日国务院总理李强答记者问，提出抓住两个要害：第一是耕地，第二是种子，不断提高我国粮食生产能力；国家支持粮食生产的政策只会增加不会减少，一定确保 14 亿中国人的饭碗牢牢端在我们自己手中。2023 年 3 月 5 日，前国务院总理李克强在政府工作报告中指出，今年的工作重点是稳定粮食生产和推进乡村振兴。要深入实施种业振兴行动，稳定粮食播种面积，抓好油料生产，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。

两会期间，多位人大代表和政协委员关注种业发展，建议加快推动种业创新，推动生物育种应用广度和深度；优化种业创新政策，支持种业创新研究。

表 2：2023 年两会期间种业相关内容

2023 两会	关键词	内容
政府工作 报告	<b>种业振兴</b>	深入实施种业振兴行动。
	<b>稳定粮食生产</b>	稳定粮食播种面积，抓好油料生产，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。完善农资保供稳价应对机制。 加强农田水利和高标准农田等基础设施建设。
	<b>全国人大代表 高德荣：生物技术在育种中的应用广度和深度还需加强</b>	
代表提议	<b>生物育种</b>	良种是提高小麦单产的关键。尽管我国每年通过审定的品种有 3600 多个，但绝大多数品种仍采取传统育种技术，生物技术在育种中的应用广度和深度还不够，同时种业安全和知识产权保护也亟待加强。

2023 两会    关键词	内容
	要通过完善协同创新联合体，解决生物技术育种的堵点；要通过完善种子监督体系、严厉打击假冒套牌等举措，切实保护优质新品种，保障科研单位和种业公司利益，避免“损农伤农”事件的发生。
<b>种业振兴</b>	<b>全国人大代表 魏建平：加快推动种业振兴 解决种业原始创新能力不足问题</b> 党的十八大以来，我国现代种业创新体系不断完善提升，农业用种得到有力保障，作物良种覆盖率超 96%，自主选育品种面积占比超 95%，做到了“中国粮主要用中国种。但是，种业的发展还存在着不容忽视的隐忧，首先就是种质资源保护利用不足。同时，种业原始创新能力不足问题依然存在。此外，种业创新体制机制存在制约。
	建议：（1）加快修订《种子法》《植物新品种保护条例》，建立实质性派生品种审查认证制度，严厉打击假冒套牌品种等违法违规行为；（2）把“中原农谷”建设上升为国家战略，着力解决种业原始创新能力不足的问题；（3）以“中原农谷”为依托，以现代科技和信息技术为支撑，以体制机制创新为核心，打造涵盖农村产业、生态、乡风、治理、生活五个方面的中国式农业农村现代化综合实验区。
	<b>全国人大代表 谢青梅：种子进市场 打好翻身仗</b> 种业创新研究离不开国家的政策支持，特别是需要长期地支持育种企业进行种业技术的创新以及新品种的培育。建议完善育种的奖补政策，调动和激发企业活力。
<b>种业创新</b>	<b>全国人大代表 杨武云：建议在四川建立西部种业创新高地</b> 小麦、油菜等重要夏粮作物在全国各育种单位夏繁基地较为分散，还没有形成像水稻、玉米那样的南繁育种“硅谷”。 四川在阿坝马尔康、甘孜康定以及凉山西昌这些地方有很好的生态条件，可以小麦和油菜等粮油作物夏繁育种基地；并依托基地、资源以及科研的优势建立国家级的天府种业实验室。
	<b>全国政协委员 马忠明：中国最大玉米制种基地亟待科技“呵护”</b> 需要持续增加科技投入实现“扬长避短”，构建中国“南繁北扩”玉米种业大格局。建议国家启动甘肃国家玉米制种基地二期建设工程，加大高标准农田建设，配套节水设施，提升耕地质量。在张掖、酒泉两市建立国家级高标准种子繁育基地和种业产业园，建立标准化核心制种基地、精品种子扩繁高地和智慧制种示范基地。

资料来源：中国政府网，农业农村部官网，中信证券研究部

“二十大”会议以来，深入实施种业振兴、推进生物育种产业化应用获重点强调。种业振兴行动、农业科技重大专项、生物育种产业化、国家级联合育种攻关等工作，已在推进之中，预计未来还将持续推进。

我们认为，生物育种产业化的政策导向已愈加明确，推进速度要求也越来越高，推广原则更为具体和可操作。结合近期产业边际变化，我们认为，2023 年大概率成为中国生物育种产业化元年。

表 3：“二十大”以来重要会议和文件回顾

时间	会议或文件	主要内容
2022 年 10 月 16 日	党的二十大报告	全面推进乡村振兴。全方位夯实粮食安全根基，全面落实粮食安全党政同责，牢牢守住十八亿亩耕地红线， <b>深入实施种业振兴行动</b> ，强化农业科技和装备支撑，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。 增强维护国家能力，确保粮食、能源资源、 <b>种业产业链供应链安全</b> 。
2022 年 11 月 22 日	国家育种联合攻关工作推进会	落实深入实施种业振兴行动决策部署，扎实推进国家育种联合攻关，加快培育具有自主知识产权的优良品种，用中国种子保障中国粮食安全。 要紧紧围绕种业科技自立自强、 <b>种源自主可控目标</b> ，高质量推进育种联合攻关。 开展十大主要粮食和畜禽育种攻关，促进水稻、小麦、大豆、生猪等重要农产品品种更新换代，支持地方开展 64 个特色物种的攻关。
2022 年 12 月 6 日	中共中央政治局会议	要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。

时间	会议或文件	主要内容
2022年12月14日	扩大内需战略规划纲要 (2022-2035年)	保障粮食安全，加强种子安全保障。建立健全现代种业体系，加强种质资源保护利用和种子库建设，提高资源保护、育种创新、品种测试、良种繁育能力， <b>实施农业生物育种重大科技项目，有序推进生物育种产业化应用。</b>
2022年12月15日	农业农村部部长唐仁健署名文章《加快建设农业强国》	加快以种业为重点的科技创新。深入实施种业振兴行动，加强农业种质资源保护利用，建设种业领域国家重大创新平台，有序推进生物育种产业化应用，培育一批航母型种业领军企业，实现种业科技自立自强、种源自主可控。
2022年12月15-16日	中央经济工作会议	“实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动”，着力扩大国内需求，全面推动乡村振兴。
2022年12月23-24日	中央农村工作会议	农业强国是社会主义现代化强国的根基；保障粮食和重要农产品稳定安全供给始终是建设农业强国的头等大事， <b>把种业振兴行动切实抓出成效，把当家品种牢牢攥在自己手里；全面推进乡村振兴是新时代建设农业强国的重要任务；要依靠科技和改革双轮驱动加快建设农业强国。</b>
2023年2月13日	中央“一号文件”	全面实施生物育种重大项目，扎实推进国家育种联合攻关和畜禽遗传改良计划，加快培育高产高油大豆、短生育期油菜、耐盐碱作物等新品种。 <b>加快玉米大豆生物育种产业化步伐，有序推进试点范围，规范种植管理。</b>
2023年2月25日	农业农村部关于落实党中央国务院2023年全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见	推进育种创新。 <b>全面实施农业生物育种重大项目，扎实推进国家育种联合攻关和畜禽遗传改良计划，加强高产高油大豆、短生育期油菜、再生稻、耐盐碱作物等新品种培育。加快生物育种产业化步伐，进一步扩大转基因玉米大豆产业化应用试点范围，依法加强监管。加强国家种业基地建设。深入开展种业企业扶优行动。开展种业监管执法年活动，推动实施种子质量认证。</b>
2023年3月5日	2023年两会政府工作报告	稳定粮食播种面积，抓好油料生产，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。完善农资保供稳价应对机制。加强农田水利和高标准农田等基础设施建设。深入实施种业振兴行动。强化农业科技和装备支撑。

资料来源：中国政府网，中国人大网，农业农村部官网，新华社，中信证券研究部

随着政策推进力度持续加强，产业化大幕徐徐拉开，预计生物育种渗透率将迎来加速提升期，商业模式也逐步明确。我们继续建议积极配置种业与生物育种板块，把握政策红利窗口期。推荐具备生物育种产业化领先优势的大北农、具备优质品种资源的杂交玉米种业龙头登海种业。

## 生猪：猪价震荡，产能去化持续

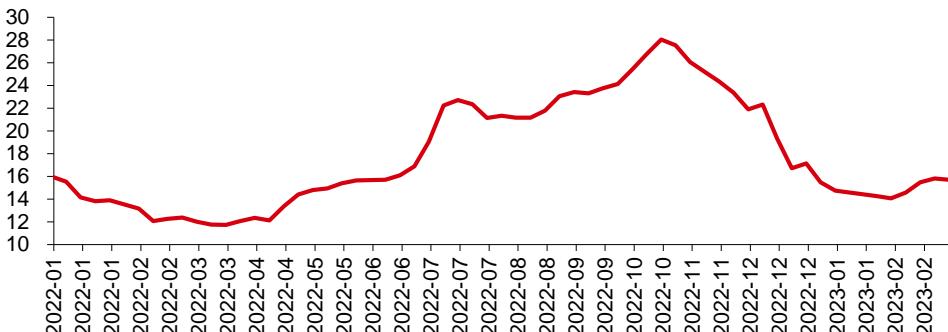
### 需求端支撑不足，猪价维持震荡态势

**本周猪价持续震荡态势。**据涌益咨询数据，2023年3月4-10日（本周）全国生猪出栏均价15.70元/公斤，环比下滑0.8%，同比上涨30.6%，周内前期猪价震荡上行，但未能突破16元/公斤，3月10日猪价回落至15.47元/公斤。

**需求端看，**涌益咨询数据显示，本周样本屠宰企业日均屠宰量129765头，环比下滑2.0%，同比上涨16.4%。当前猪价下屠宰企业分割入库成本较高，开工率降低。当前二育成本较高（二育主流采购体重120kg对应猪育肥成本约为16元/kg），二育养殖户补栏转向谨慎。

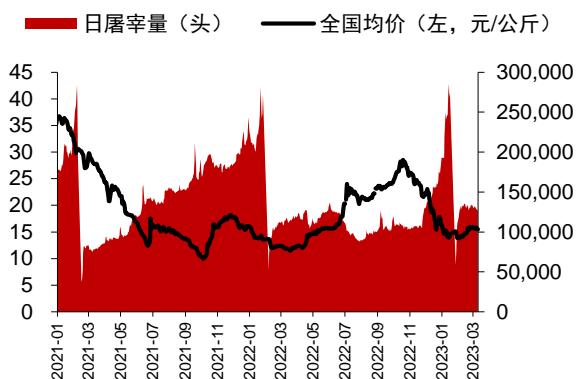
**供给端看，**目前集团场出栏稳健，散户出栏积极性有所增强，增重操作仍存。本周生猪出栏均重121.11公斤，环比上涨0.3%，同比上涨2.8%。

图 11：涌益生猪均价（元/公斤）



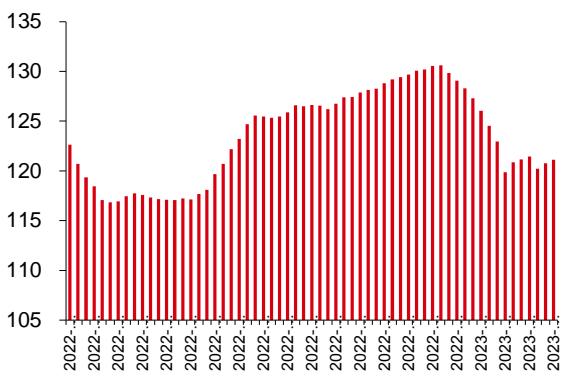
资料来源：涌益咨询，中信证券研究部

图 12：屠宰量与猪价关系



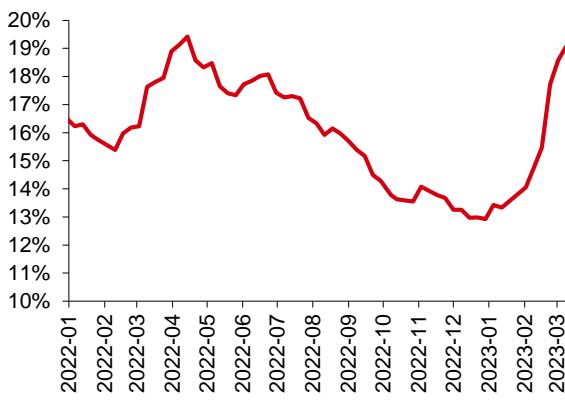
资料来源：涌益咨询，中信证券研究部

图 13：生猪出栏均重（公斤）



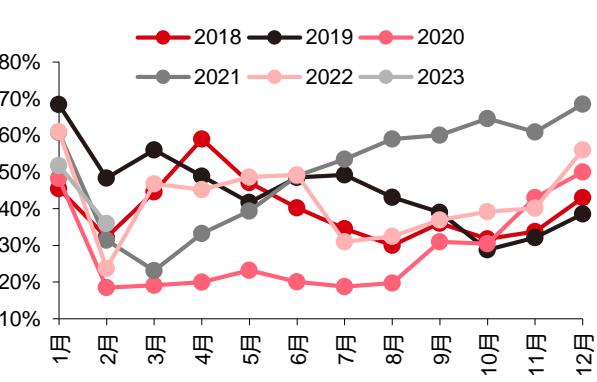
资料来源：涌益咨询，中信证券研究部

图 14：冻品库存率（全国平均）



资料来源：涌益咨询，中信证券研究部

图 15：屠宰场开工率



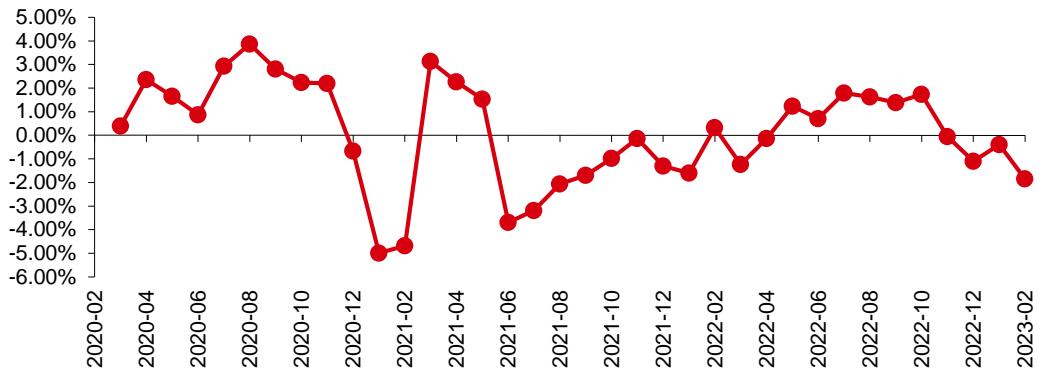
资料来源：涌益咨询，中信证券研究部

当前终端消费正处于缓慢复苏的进程中，近期屠宰入库及二次育肥积极性随猪价有所变化，预计将加剧短期猪价震荡。我们预计短期多方博弈的局面下，猪价或将继续保持震荡态势，后续仍需持续关注二育对短期猪价的扰动。

## 全年均价预计波动上行，建议逢低布局

涌益咨询数据显示 2 月能繁环比下滑。涌益咨询数据显示，2023 年 2 月全国能繁母猪存栏环比下降 1.84%（1 月能繁环比下降 0.39%），能繁母猪产能仍处于去化通道中。

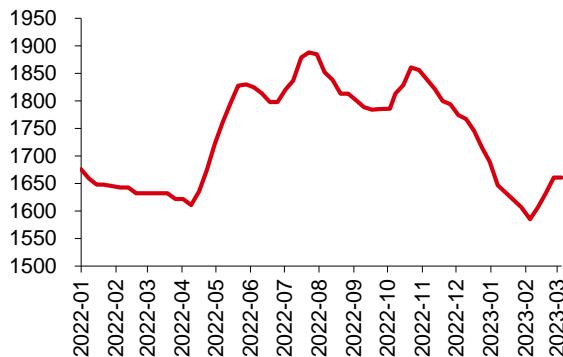
图 16：涌益咨询能繁母猪存栏环比增速



资料来源：农业农村部，中信证券研究部

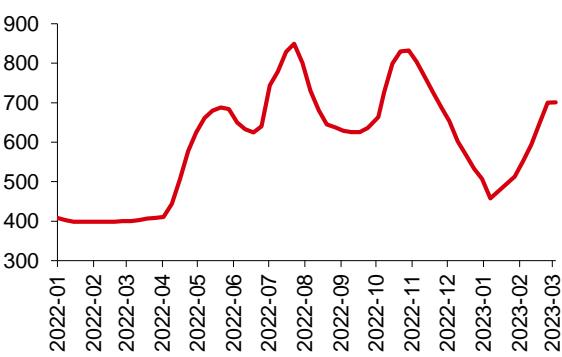
**补栏旺季到来，全年均价或波动上行。**本周二元母猪均价 1661 元/头，环比持平，仔猪均价 701 元/头，环比微涨 0.1%。随猪价前期抬升以及传统仔猪补栏旺季到来，叠加冬季部分仔猪受猪病影响遭淘汰，近期仔猪价格维持强势。鉴于 2023 年旺季终端消费有望边际回暖，考虑到二育年内或将持续对行业造成扰动，我们预计 2023 全年猪价或呈波动上行、前低后高走势，全年均价仍有望维持高位。

图 17：50kg 母猪均价（元/头）



资料来源：涌益咨询，中信证券研究部

图 18：15kg 仔猪均价（元/头）



资料来源：涌益咨询，中信证券研究部

**当前生猪板块建议逢低布局。**目前多数上市公司当前估值对应 2023 年头均市值仅 2000-5000 元，与以往周期破万的头均市值仍有较大差距。**继续建议积极布局板块，建议重点关注巨星农牧、温氏股份、牧原股份等。**

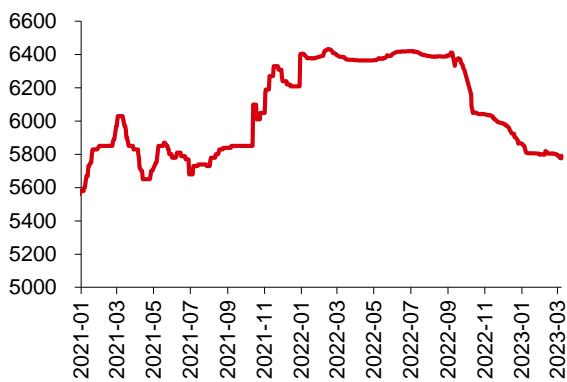
## 种植：国产大豆收储范围扩大，保障油料种植收益

**扩大国产大豆收储范围，保障农户种粮收益。**据中储粮集团 2023 年 3 月 9 日公告，中储粮集团在黑龙江、内蒙古两个大豆主产区启动新增 2022 年产国产大豆收购计划。同时，中储粮部分直属库上调国产大豆日常收购价，海伦直属库、呼伦贝尔直属库等库点新季国产大豆收购价为 2.775 元/斤（国标三等，不限蛋白含量），同比提高 1.8% 左右。以蛋白含量计价折算，38% 含量以下的国产大豆，目前收购价每吨提高 180 元以上。

近年来，国家高度重视油料作物生产，2023 年中央“一号文件”提出，要加力扩种大豆油料，完善玉米大豆生产者补贴，实施好大豆完全成本保险和种植收入保险试点。2022 年我国大豆产量首次突破 2000 万吨，达 2028 万吨，同比增长 23.7%。

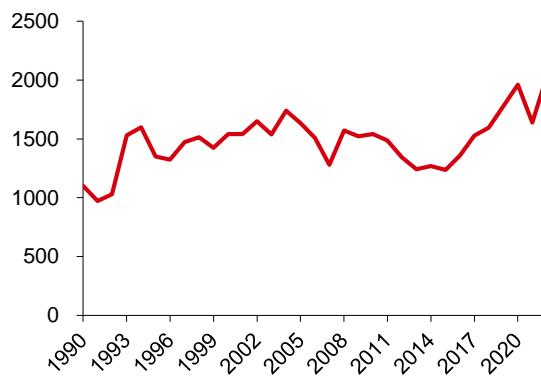
**我们认为，国家通过收储引导国产大豆市场有序运行，发挥储备调控重要作用，对稳定大豆市场预期、保障农民种粮收益具有重要作用。**

图 19：国产大豆现货价（元/吨）



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 20：国产大豆产量（万吨）



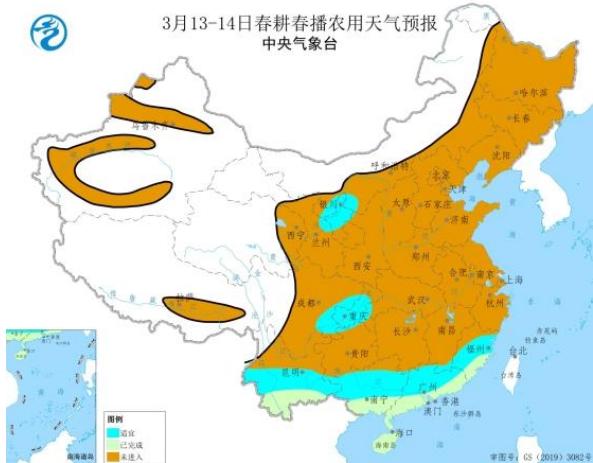
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

**全国春播由南向北陆续开启，需关注局地干旱、阴雨天气等不利气象因素影响。**当前，我国华南、西南部分地区春播工作已经启动，全国春耕春播工作预计由南向北持续至 5 月中上旬。

2023 年 3 月 4 日，中国气象局举办新闻发布会，指出 3 月江南南部和华南大部降水较常年同期偏少 2 至 5 成，部分地区可能发生阶段性农业干旱；东部部分地区可能出现阶段性阴雨天气，使春播进程延缓。

据中央气象台报道，短期内受强冷空气东移影响，西北部分地区出现大风沙尘天气，易造成土壤表层失墒过快、种子裸露，影响出苗，对春播作业不利；福建中部、广东北部、广西北部以及云南中部等地局地强对流天气对田间作业有一定不利影响。

图 21：3月 13-14 日春耕春播农用天气预报



资料来源：中央气象台官网

图 22：3月 7-16 日农业气象关注重点



资料来源：中央气象台官网

**市场购销平稳，麦价、粉价高位调整。**2023年3月3日至3月9日，全国小麦价格环比降低1.1%，同比基本持平；标准面粉价格稳中偏弱运行，均价环比降低0.8%，同比上涨5.2%。

短期来看，供应方面，粮商出货积极性减弱，市场观望氛围浓厚。需求方面，据钢联数据，2月27日-3月3日中小制粉企业开机率为31.1%，环比下降0.6 pct，同比下降1.7 pcts。终端需求表现疲软，粉企出货缓慢，库存压力仍较大，开机整体维持低位水平。我们预计，短期内市场购销恢复缓慢，市场粮源流通充裕，小麦价格预期高位调整，需关注后续政策性小麦拍卖节奏与面粉走货情况。

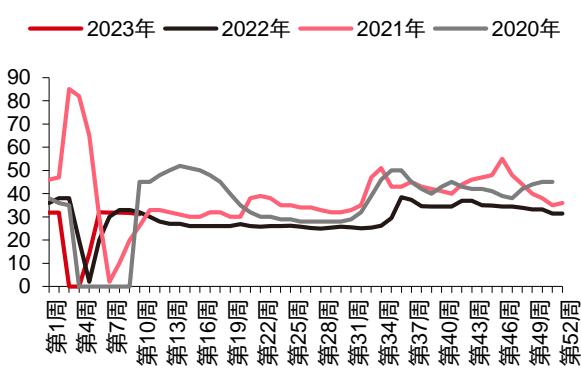
中长期来看，供应方面，随着麦市购销陆续恢复正常，市场粮源流通缓慢增加，且政策小麦陆续投入市场，市场供应整体表现宽裕。需求方面，面粉已过需求旺季，制粉企业面粉、副产品走货缓慢，面粉价格接连回落，小麦采购积极性减弱。但小麦价格仍处同比高位，削弱饲料替代需求。我们预计，中长期维度小麦价格或高位回落。

图 23：小麦及标准面粉均价（元/吨）



资料来源：钢联数据，中信证券研究部

图 24：中小面粉企业开工率（%）



资料来源：钢联数据，中信证券研究部

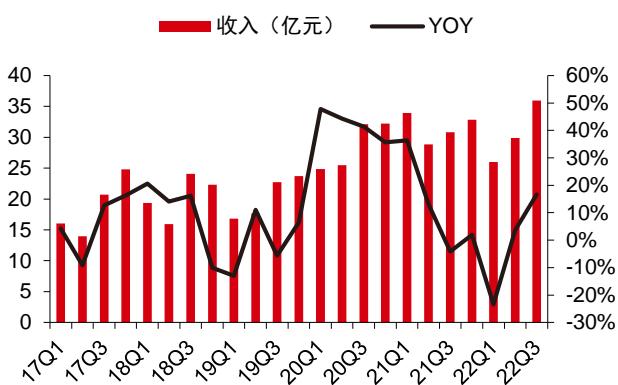
我们认为，国家政策保障种粮收益，当前小麦收购价仍处高位，粮食种植板块业绩稳定。建议关注优质粮食种植企业的业绩景气度延续和种植面积空间的打开。推荐主营水稻、小麦种植的优质标的苏垦农发。

## 动保：主业稳健，关注非瘟疫苗研发进展

**非瘟疫苗研发有望取得进展。**经历 4 年的研发，目前行业非瘟亚单位、载体、mRNA、活疫苗等多路径稳步推进，我们预计后续部分路径或有提交临床材料申报等进展，预计将持续催化板块行情，未来行业有望迎重磅单品。

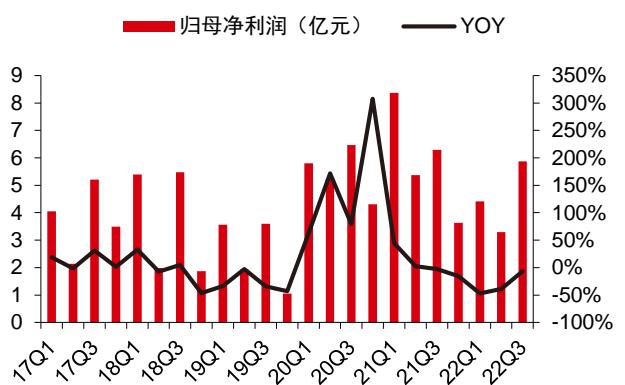
**长期来看，下游规模化进程持续预计仍将推动市场扩容，新版 GMP 的实施使得行业落后产能加速出清，行业集中度有望进一步提升。**近年来多数公司在组织激励、产能扩充、产品矩阵、宠物板块布局等方面均有动作，预计 2023 年行业龙头成长确定性进一步加强，产品力、营销力、研发力领先的龙头公司将获得更多竞争优势，建议关注中牧股份、普莱柯、科前生物、瑞普生物、生物股份、国邦医药。

图 25：动保疫苗板块收入与同比增长率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 26：动保疫苗板块归母净利润与同比增长率



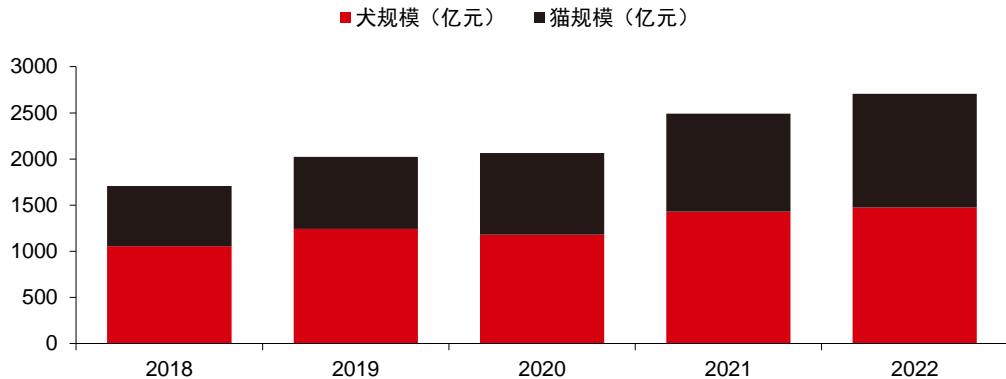
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## 宠物：国内市场保持增长，景气有望持续

**2022 年国内宠物消费市场维持增长，食品仍是最大消费板块。**据中国畜牧业协会宠物产业分会、北京派读科技有限公司联合发布的《中国宠物行业白皮书系列——2022 年中国宠物行业白皮书之中国宠物消费报告》数据，从宠物数量来看，2022 年中国城镇犬猫数达 1.17 亿只，同比增长 3.7%，其中犬数量 5119 万只，同比下滑 5.7%，猫数量 6536 万只，同比增长 12.6%；从消费规模来看，2022 年城镇犬猫消费市场规模 2706 亿元，同比增长 8.7%（2021 年同比增长 20.6%），其中犬消费市场规模 1475 亿元，同比增长 3.1%（2021 年同比增长 21.2%），猫消费市场规模 1231 亿元，同比增长 16.1%（2021 年同比增长 19.9%）；从消费结构来看，宠物食品市场占比 50.7%，同比下滑 0.8 pct，宠物医疗市场份额 29.1%，同比基本持平，宠物用品/服务占比较低，分别为 13.3%/6.8%，同比

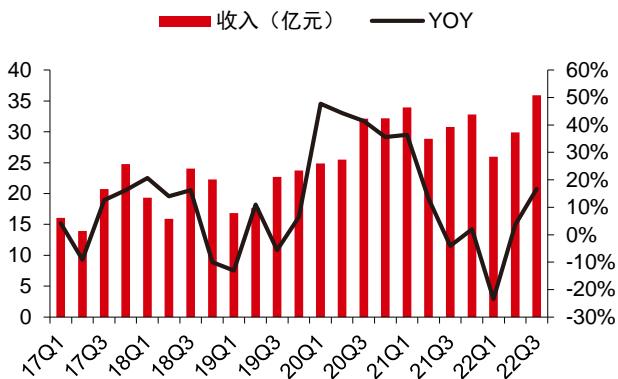
上升 0.5 pct/0.4 pct。

图 27：中国城镇猫狗消费市场规模



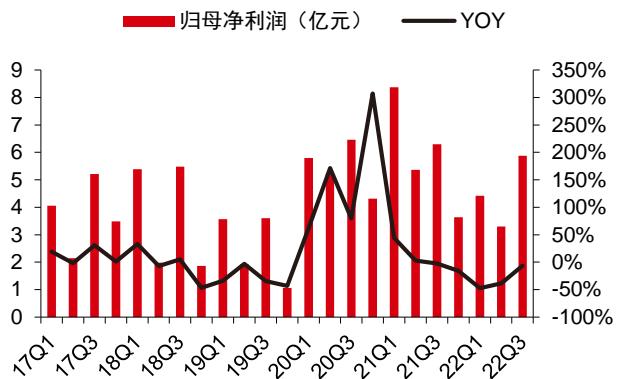
资料来源：《中国宠物行业白皮书系列——2022 年中国宠物行业白皮书之中国宠物消费报告》（中国畜牧业协会宠物产业分会、北京派读科技有限公司），中信证券研究部

图 28：中国城镇猫狗数量



资料来源：《中国宠物行业白皮书系列——2022 年中国宠物行业白皮书之中国宠物消费报告》（中国畜牧业协会宠物产业分会、北京派读科技有限公司），中信证券研究部

图 29：各类宠物消费占比



资料来源：《中国宠物行业白皮书系列——2022 年中国宠物行业白皮书之中国宠物消费报告》（中国畜牧业协会宠物产业分会、北京派读科技有限公司北京派读科技有限公司），中信证券研究部

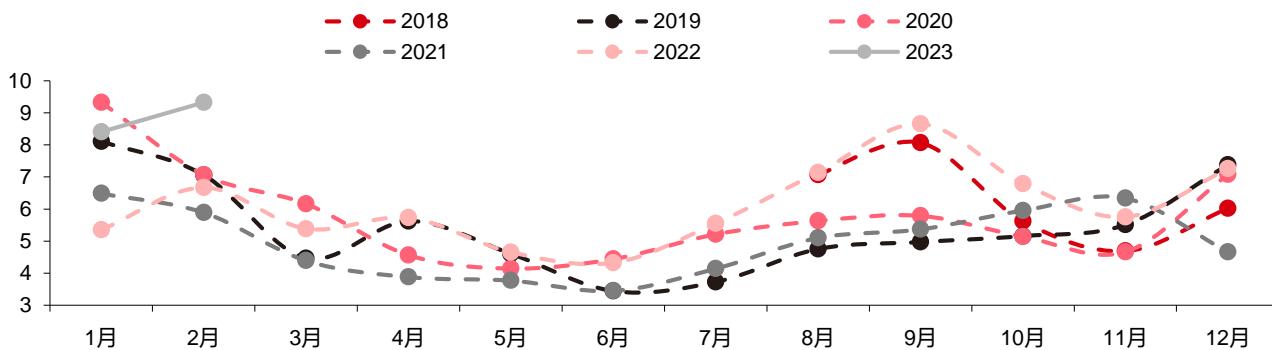
**未来国内市场有望持续增长。**展望后续，随着疫后消费复苏拉动需求、国内新品上市以及品牌建设能力的持续提升，国内市场增速有望持续。当前国内宠物市场仍处于“大行业，小龙头”的发展阶段，我们看好龙头公司通过持续产品创新、品牌建设，不断提升市场份额。建议关注中宠股份、佩蒂股份。

## 食用菌：金针菇景气高位，龙头有望充分受益

**金针菇价格热度不减。**据食用菌商务网数据，2023年2月全国金针菇批发均价9.3元/公斤，环比上涨11%，同比上涨40%。本周金针菇全国批发均价为8.17元/公斤，环比上涨0.5%，同比上涨71.6%。

**产能去化+需求复苏，市场供需矛盾有望持续凸显。**2012年以后，金针菇行业经历多轮扩产，2021年以来金针菇价格长期低迷，行业竞争激烈导致普遍亏损及产能持续去化。我们认为，当前行业产能利用率普遍较高，年内新增产能释放量有限，叠加餐饮消费复苏持续拉动需求，市场供需矛盾有望持续凸显，**后续价格或淡季不淡。**

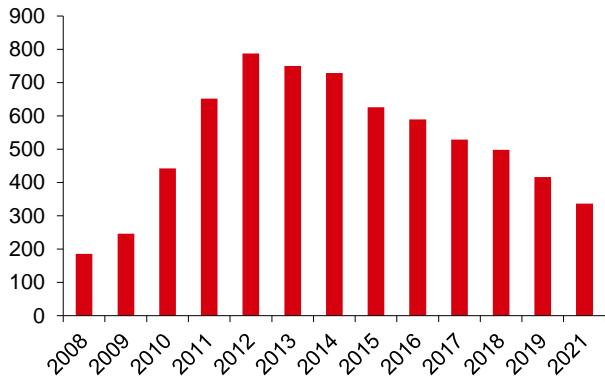
图 30：全国金针菇批发市场均价（元/公斤）



资料来源：食用菌商务网，中信证券研究部

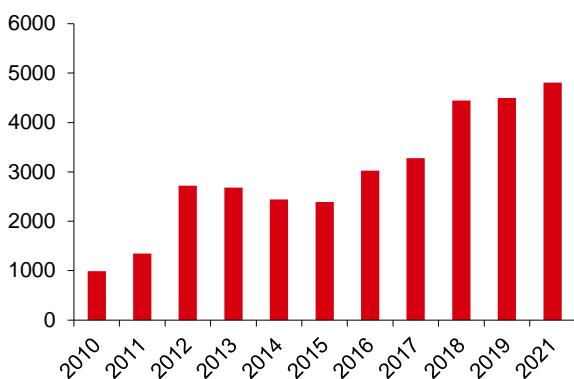
**行业集中度提升，竞争格局改善，在成本及渠道端具优势的龙头企业有望充分受益行业高景气。**食用菌商务网编写的《中国食用菌产业年鉴》显示，全国工厂化金针菇日均产量约在4800吨，CR10约在60%以上，行业集中度较高。随着前期行业亏损，中小产能持续去化且恢复投产难度大，预计拥有成本、渠道、技术优势的龙头企业有望持续受益行业高景气度，业绩有望迎来拐点，建议关注全国工厂化金针菇产能规模第一，渠道、技术实力领先行业，销售变革逐步开启的雪榕生物。

图 31：全国食用菌工厂化企业数量（家）



资料来源：食用菌商务网，中信证券研究部

图 32：全国工厂化金针菇日产量（吨）



资料来源：食用菌商务网，中信证券研究部

## 农产品价格及板块表现（3月6日-3月10日）

表 4：国际主要农产品期货价格

	单位	上周	本周	一周以来	一月以来	一年以来
原糖	美分/磅	19.99	20.42	2.15%	-4.90%	9.97%
棉花	美分/磅	82.70	84.43	2.10%	-1.52%	-29.06%
豆粕	美元/短吨	481.76	474.66	-1.47%	-3.00%	4.74%
大豆	美分/蒲式耳	1,530.90	1,503.05	-1.82%	-1.86%	-9.69%
瘦肉猪	美分/磅	86.65	84.73	-2.22%	-1.59%	-18.78%
豆油	美分/磅	62.23	60.82	-2.26%	-0.08%	-18.36%
玉米	美分/蒲式耳	668.45	636.85	-4.73%	-6.22%	-12.59%
小麦	美分/蒲式耳	751.90	710.05	-5.57%	-6.31%	-33.28%

资料来源：Choice，中信证券研究部   注：按“一周以来”涨跌幅排序

表 5：国内主要农产品期货价格

	单位	上周	本周	一周以来	一月以来	一年以来
大连大豆	人民币元/吨	5,575.40	5,510.00	-1.17%	-0.91%	-11.23%
大连玉米	人民币元/吨	2,844.20	2,843.20	-0.04%	1.12%	-1.32%
郑州白糖	人民币元/吨	5,968.00	6,200.80	3.90%	4.82%	5.50%
大连豆油	人民币元/吨	8,905.20	8,765.60	-1.57%	0.72%	-18.94%
大连豆粕	人民币元/吨	3,768.80	3,801.40	0.86%	-1.66%	-8.53%
郑州棉花	人民币元/吨	14,512.00	14,569.00	0.39%	-1.47%	-31.98%

资料来源：Choice，中信证券研究部   注：按“一周以来”涨跌幅排序

表 6：国内主要农产品现货价格

	单位	上周	本周	一周以来	一月以来	一年以来
白糖	人民币元/吨	5,920.40	6,023.60	1.74%	2.56%	3.93%
中国 328 级棉花	人民币元/吨	15,428.20	15,621.00	1.25%	-1.95%	-31.23%
稻米	人民币元/吨	2,676.80	2,682.40	0.21%	0.33%	0.15%
鲍鱼	人民币元/公斤	140.00	140.00	0.00%	0.00%	27.27%
海参	人民币元/公斤	136.00	136.00	0.00%	-6.85%	-32.00%

	单位	上周	本周	一周以来	一月以来	一年以来
扇贝	人民币元/公斤	10.00	10.00	0.00%	25.00%	25.00%
玉米	人民币元/吨	2,903.57	2,895.84	-0.27%	-0.71%	3.42%
小麦	人民币元/吨	3,136.33	3,123.00	-0.43%	-2.70%	-2.28%
生猪	人民币元/公斤	15.84	15.69	-0.97%	10.90%	29.44%
大豆	人民币元/吨	5,311.90	5,189.48	-2.30%	-2.82%	-1.68%

资料来源: Wind, Choice, 涌益咨询, 中信证券研究部

注: 按“一周以来”涨跌幅排序

## 重点公司盈利预测

表 7: 重点公司盈利预测

行业	公司	股价	EPS				PE (x)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
种业	大北农	002385.SZ	8.13	-0.11	0.01	0.41	0.45	-74	813	20
	登海种业	002041.SZ	19.74	0.26	0.40	0.57	0.70	76	49	35
生猪养殖	温氏股份	300498.SZ	17.96	-2.05	1.05	2.35	0.74	-9	17	8
	唐人神	002567.SZ	7.19	-1.00	0.37	1.23	0.86	-7	19	6
肉禽养殖	天康生物	002100.SZ	8.50	-0.51	0.58	1.37	0.80	-17	15	6
	巨星农牧	603477.SH	23.38	0.51	0.57	2.45	1.94	46	41	10
种植	东瑞股份	001201.SZ	28.98	0.99	0.78	3.94	3.53	29	37	7
	圣农发展	002299.SZ	24.36	0.36	0.39	0.97	1.45	68	62	17
宠物	益生股份	002458.SZ	15.42	0.03	0.07	0.50	0.85	514	220	31
	立华股份	300761.SZ	39.90	-0.86	2.79	2.78	1.52	-46	14	14
动保疫苗	苏垦农发	601952.SH	12.09	0.53	0.80	0.93	0.94	23	15	13
	佩蒂股份	300673.SZ	17.77	0.24	0.63	0.78	0.99	74	28	23
饲料	中宠股份	002891.SZ	22.80	0.39	0.50	0.69	1.03	58	46	33
	生物股份	600201.SH	11.58	0.34	0.19	0.35	0.43	34	61	33
农产品加工	普莱柯	603566.SH	29.36	0.69	0.49	0.74	0.92	43	60	40
	科前生物	688526.SH	27.80	1.22	0.90	1.24	1.60	23	31	22
饲料	国邦医药	605507.SH	24.68	1.26	1.72	2.15	2.63	20	14	11
	海大集团	002311.SZ	62.20	0.96	1.79	2.81	3.17	65	35	22
农产品加工	中粮科技	000930.SZ	8.73	0.61	0.74	0.78	0.85	14	12	11
	中粮糖业	600737.SH	7.87	0.24	0.44	0.52	0.58	33	18	15
	百龙创园	605016.SH	30.00	0.59	0.89	1.24	1.88	51	34	24

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2023 年 3 月 10 日收盘价; A 股股价及 EPS 单位为 CNY。

## 风险因素

新冠疫情影影响超预期; 政策推出力度、执行进度不达预期; 知识产权保护不及预期; 自然灾害; 猪价不达预期; 动物疫病大规模爆发; 食品安全问题; 粮食价格波动; 地缘政治风险进一步恶化等。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA (CLSA Americas, LLC 除外) 分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA (UK) 分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalmal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA (CLSA Americas, LLC 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC (在美国证券交易委员会注册的经纪交易商)，以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd. 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA (UK) 分发，且针对由相应本地监管规定所界定的投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd (“CAPL”) (商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@clsa.com](mailto:Compliance-India@clsa.com)。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。**