

中牧股份(600195)/动物保健

站在动保行业变革浪尖, 老牌疫苗龙头重新起航!

评级: 买入(维持)

市场价格: 20.74

目标价格: 33.6

分析师: 陈奇

执业证书编号: S0740514070005

电话: 021-20315189

Email: chenqi@r.qizq.com.cn

联系人: 刁凯峰

电话:

Email: diaokf@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,234.19	3,973.87	4,728.02	5,690.91	6,778.15
增长率 yoy%	4.93%	-6.15%	18.98%	20.37%	19.10%
净利润	275.67	334.42	411.78	563.18	774.87
增长率 yoy%	-4.94%	21.31%	23.13%	36.80%	37.62%
每股收益(元)	0.64	0.78	0.96	1.31	1.80
每股现金流量	1.23	1.47	0.61	1.89	2.29
净资产收益率	9.08%	9.99%	10.95%	13.03%	15.21%
P/E	33.33	27.31	21.69	16.15	11.73
PEG	—	1.28	0.94	0.44	0.31
P/B	3.03	2.73	2.38	2.10	1.78
备注:					

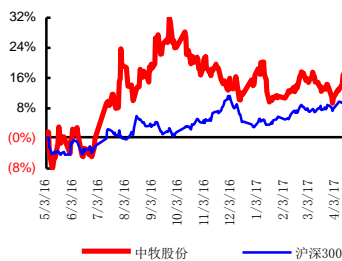
投资要点

- 中泰农业团队从 2016 年开始重点推荐中牧股份的转型拐点机会, 得到了市场的一致认可, 实际上市场对转型的理解还存在不少偏差, 面面俱到不如一笔带过, 一是公司疫苗板块增长的核心驱动力, 二是公司战略变化的重点, 三是国企改革对业绩的核心传导机制。我们借此再次在产业转型的大背景下深度思考, 以独到产业视角解读中牧股份的转型, 及未来持续高速增长的真实动力!
- 中牧股份作为老牌政府苗的龙头, 近年来在市场苗上大力开拓市场, 口蹄疫市场苗高速增长佳绩已经印证其转型中生产工艺提升、大品种储备、营销服务改善等的初步成功, 未来在规模化与渗透率提升共同驱动猪高疫苗高速增长背景下, 通过产品质量(稳定性、效力、副反应)持续提升的核心驱动, 口蹄疫、蓝耳-猪瘟二联苗等一系列优势新品将带动生药板块未来 3 年持续高速增长, 市场苗细分领域爆发式增长可期。
- 口蹄疫: 市场苗向一流水平不断迈进, 未来质量上台阶将显著提升销量弹性。中牧股份的口蹄疫市场苗从 2014 年下半年推广以来, 历经了 5 个半年推广期, 这过程中伴随着公司工艺与产品质量上的不断提升, 及依次从散户到集团客户的不断认可, 而新一轮的工艺改进正在进行。从当前口蹄疫行业扩张速度来看, 行业属性在规模化及渗透率提升的背景下, 2017-2020 年行业增速大致在 37-45%。从口蹄疫竞争格局角度, 中牧股份未来能否放量超预期, 取决于其质量能否继续显著提升, 若接近(80分以上)或达到(90分以上)行业顶尖水平, 那么将会显著提升推广市场苗销量, 否则只能分享行业扩容背景下的溢出效应。营销不是当前的主要矛盾, 质量再上台阶后, 营销服务端的强化有望助力销量释放。
- 蓝耳-猪瘟二联苗: 备受瞩目产品上市推广顺利, 大客户谨慎背景下商品猪效力稳定性问题的过度放大是主要阻碍, 工艺改进、客户习惯形成后将助力放量至 5-7 亿水平。一般来说, 疫病感染治病等是环境、病原、宿主三方面共同作用的结果, 蓝耳苗正是将这种多因素复杂性发挥到极致, 在中国还存在高致病性蓝耳病的流行, 目前国内蓝耳病的防控主要有地方毒株、免疫抑制、效力、混合感染等问题。中牧的蓝耳、猪瘟二联苗上市以来, 受到产业界的高度重视, 因其在实验室评测中集效力、无免疫抑制性、稳定性高、硕腾参与研发等多重看点。从实际推广的角度, 二联苗目前推广节奏慢于预期, 也暴露了一些问题, 主要体现在商品猪使用效力的稳定性上, 并且在规模户对蓝耳二联苗过度谨慎的背景下, 需要达到防得住、稳定性高等多重临床试验结果, 才会大面积采购。但我们认为这依然难以阻碍其长期 15-20 亿空间, 后续工艺持续改进、客户习惯的逐步形成将带动其显著放量至 5-7 亿水平。
- 除上述两个大品种外, 公司当前也在积极推广和储备未来具备前景的疫苗品种, 伪狂犬等产品上市也为猪市场苗持续高速增长提供新动力, 在 2017 年获批推广基础上, 预计这类产品在 2018 年的新品增量将体现地较为明显。
- 外企入国门势在必行, 我们也从勃林格与硕腾在华发展经验可以看出, 猪用疫苗领域大品种战略有助于做大产业, 经济动物领域提供综合服务的完善产品线具备集群优势, 非生物制品与宠物的布局是具备长期前景的领域。而市场对中牧的认知仍停留在产品线上这一逻辑上, 我们认为公司近年来猪苗聚焦大品种、综合服务及新蓝海三个战略的清晰制定, 正是充分借鉴了动保巨头的优秀经验, 也契合了当前动保行业变革的大背景(优

基本状况

总股本(百万股)	430
流通股本(百万股)	430
市价(元)	20.74
市值(百万元)	8914
流通市值(百万元)	8914

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 中牧股份跟踪报告: 年报实现业绩高增长, 主业进入高成长通道!
- 2 中牧股份跟踪报告: 市场苗推广反应良好, 重点配置边际变化明显的拐点品种!
- 3 中牧股份跟踪报告: 2 季度单季利润增长超过 50%, 重点配置低估值的拐点品种

质优价、服务升级)。

- 我们也在近期调研多家国外动保巨头高管、资深技术专家、市场推广经理等，外企大量进入中国将带动国内动保行业整体进入优质、优价、服务升级的时代。因此针对国内企业，我们大胆提出猜想：这一波外企进入中国将快速改变国内动物保健品的格局，未来100家企业，有30-40家因为招标取消而逐步退出市场，有30-40家因为受到外企冲击而退出市场，未来可能就20多家国内企业与10家外企在中国，集中度大大提升。
- 然而我们继续深入分析外企的不同模式，我们能发现硕腾与勃林格这两个在华动保市场最大外企比较中，可以得到两个关键的借鉴。借鉴之一：仅在猪用生物制品领域，从勃林格和硕腾近年来增长情况看出，勃林格专攻在大品种的模式还是能胜出！借鉴之二：硕腾在经济动物领域形成了综合长期前景的领域！
- 市场对中牧股份业务层面改革的认识仍停留在生产、研发、营销、服务等均等的看待，认为中牧疫苗板块的优势还在于产品、线齐全。我们认为在猪用疫苗领域，中牧近2-3年最大的变化在于专注于注大品种、资源全面倾斜到大品种领域，而非过去的均等看待产品资源。而中牧在饲料、化药、宠物板块的布局，一方面完善经济动物服务架构，在客户占有率、产品线、定制服务、协同营销等方面提升长期竞争力，另一方面也契合了未来具备前景的宠物疫苗新蓝海领域。我们认为公司近年来猪苗聚焦大品种、综合服务及新蓝海三个战略的清晰制定，正是充分借鉴了动保巨头的优秀经验，也契合了当前动保行业变革的大背景（优质优价、服务升级）。
- 从公司战略转型内外两个方面主要的机制压力看，公司过去正是在体制限制下依靠内生的各项业务稳定发展，收入与利润增长速度都受到明显压制。国改是公司内生业绩拐点最重要的信号，我们也从改革思路和财务两方面分析，多层次提效的改革路径根本还是落到毛利端的效率提升，这依赖产品结构变化、产能利用率提升、工艺改进、生产管理提效，当然改革成功也会带来部分公摊费用的渐进式下降。而国际化与并购这条外部路径上，公司也在积极布局宠物、技术引进及体量扩张。
- 国企改革是中牧长期发展最重要的看点之一，对公司经营拐点确认到利润端有实质性的影响，那么实际上国企改革对中牧的发展是如何带动的？我们将从改革思路和财务两个方面分析。改革思路方面，我们认为公司整体的改革思路是母公司激励与子公司混改，作为典型的多线作战的国企，两条线的改革缺一不可。而从具体财务指标上看，就疫苗板块而言，我们分析得出中牧股份的费用率其实并没有比其他疫苗企业明显上升（差距最多不超过5-10%），公司疫苗板块主要问题还是毛利率的明显偏低（55%与80-90%差距），这改变依赖于产品结构变化、产能利用率提升、工艺改进、生产管理提效。当然改革成功也会带来部分公摊费用的渐进式下降。我们预计公司将积极争取在10月18日前提出涉及300-400人的激励预案，承诺扣非净利润不低于行业75分位的增长速度。
- 从国际化及并购整合的角度上，中牧股份当前在国际化合作宠物领域、疫苗技术引进、并购饲料及疫苗标的上积极寻求外延落地，在未来新领域布局长期成长点。
- 从疫苗产品的质量提升驱动销量爆发，到业务战略上专注猪苗聚焦大品种、综合服务及新蓝海三个方面，再到国改与国际化并购整合的内外机制理顺与格局拓宽，中牧股份以坚定地深度转型迎接动保行业升级变革，期待在新一波高端苗市场爆发浪潮下重焕新生，建议投资者重点配置低估值、经营拐点显现的疫苗新贵中牧股份。我们预计中牧股份2017-2019年分别实现销售收入47.28亿元、56.91亿元、67.78亿元，同比增长18.98%、20.37%、19.1%，实现归属于母公司净利润4.12亿元、5.63亿元、7.75亿元，同比增长23.1%、36.8%、37.6%，2017-2019年对应EPS分别为0.96、1.31、1.8元。参照公司持续成长性，给与公司2017年业绩对应估值35倍，总目标市值144亿，目标价33.6元。
- 风险提示：市场苗推广不达预期，生产批次问题等

内容目录

一个老牌疫苗龙头的创新之路开启，质量持续提升助力未来 3 年市场苗爆发增长	- 5 -
口蹄疫：从新进入者到一流水平，认可客户的规模化程度不断提升	- 5 -
蓝耳与猪瘟：推广速度放缓无碍长期空间，稳定性提升后放量可期	- 8 -
前景病种完善布局，市场苗新增长点层出不穷	- 10 -
借鉴勃林格与硕腾的不同模式经验，猪苗大品种、综合服务及新蓝海齐发力！	- 11 -
外企入国门大势所趋，那么究竟是勃林格还是硕腾的模式适合中国？	- 11 -
从品种齐全到专攻大品类，中牧猪用疫苗战略提效的最关键路径	- 16 -
饲料与化药业务完善经济动物服务商架构，宠物业务布局新蓝海	- 16 -
国企改革与外延扩张：解开战略转型桎梏的关键钥匙	- 19 -
国企改革的影响究竟几何？激励与混改并举，毛利端提效是主要矛盾	- 19 -
国际化合作及并购积极推进，外延战略打开长期成长空间	- 21 -
盈利预测和投资建议	- 22 -
盈利假设前提	- 22 -
盈利预测和估值	- 22 -
合理价格：33.6 元	- 23 -
风险提示	- 24 -

图表目录

图表 1：中牧股份口蹄疫经历了一个逐步得到客户认可的过程	- 5 -
图表 2：2017-2020 年口蹄疫市场苗增速贡献拆分	- 6 -
图表 3：未来 2 年将是规模化加速阶段	- 6 -
图表 4：各个规模不同时期的增速拆分	- 6 -
图表 5：某省三方评价中口蹄疫三强的质量综合评分	- 7 -
图表 6：质量提升情况是公司口蹄疫能否放量的关键	- 7 -
图表 7：口蹄疫行业增速及竞争格局假设	- 7 -
图表 8：中牧股份不同质量评价下的销量弹性假设	- 7 -
图表 9：公司口蹄疫营销加强手段	- 8 -
图表 10：疫病传播、感染、发病等一系列关系	- 8 -
图表 11：调研显示蓝耳病感染率近年来上升明显	- 9 -
图表 12：蓝耳-猪瘟二联苗临床大规模推广过程中的问题	- 9 -
图表 13：蓝耳-猪瘟二联苗从实验室角度评测的优越性	- 10 -
图表 14：中牧蓝耳-猪瘟二联苗销售额预测（百万元）	- 10 -
图表 15：中牧股份其他猪用市场苗销量预测（非口蹄疫及二联苗产品，百万元）	- 11 -
图表 16：中牧股份禽用市场苗销量预测（百万元）	- 11 -
图表 17：诺倍威支原体 2016 年销量翻两番	- 11 -
图表 18：诗华诺倍威 16 年财务数据及过去 4 年增速	- 11 -
图表 19：诗华诺倍威 2016 年健康呼吸总动员活动效果	- 12 -
图表 20：勃林格猪苗优质品种的快速成长期	- 12 -
图表 21：国外动保巨头纷纷向免疫方案的目标迈进（联苗、物理混合疫苗、疫苗防疫组合）	- 13 -
图表 22：外企进入中国后的 100 家企业竞争格局分析	- 14 -

图表 23: 硕腾中国经济动物和宠物业务拆分.....	- 14 -
图表 24: 硕腾中国产品结构.....	- 14 -
图表 25: 硕腾与勃林格经济动物中国销售额比较.....	- 15 -
图表 26: 不同规模养殖场的防疫费用(单头商品猪).....	- 15 -
图表 27: 勃林格和硕腾不同的服务模式.....	- 15 -
图表 28: 国内非上市优势企业也基本都是靠一个优势品种发家.....	- 15 -
图表 29: 硕腾中国产品线.....	- 16 -
图表 30: 中牧股份从小品种向大品种转型战略中的各项实践.....	- 16 -
图表 31: 中牧股份饲料收入预测.....	- 17 -
图表 32: 中牧股份饲料毛利率预测.....	- 17 -
图表 33: 公司饲料当前产能.....	- 17 -
图表 34: 中牧股份化药收入预测.....	- 17 -
图表 35: 公司化药产品毛利预测.....	- 17 -
图表 36: 公司化药产品市占率.....	- 18 -
图表 37: 公司化药产品毛利率持续提升.....	- 18 -
图表 38: 中牧化药产能.....	- 18 -
图表 39: 公司疫苗主要新建产能.....	- 19 -
图表 44: 2016 年 1-9 月犬用疫苗的批签发统计.....	- 19 -
图表 40: 各类疫苗净利率比较.....	- 20 -
图表 41: 中牧股份子公司众多.....	- 20 -
图表 42: 各类疫苗毛利率比较.....	- 20 -
图表 43: 各类疫苗费用率比较.....	- 20 -
图表 45: 几类主流宠物疫苗的质量比较.....	- 21 -
图表 46: 中牧股份三项期间费用假设.....	- 22 -
图表 47: 公司财务三张表.....	- 22 -
图表 48: 动物保健行业 PE.....	- 23 -

一个老牌疫苗龙头的创新之路开启，质量持续提升助力未来 3 年市场苗爆发增长

口蹄疫：从新进入者到一流水平，认可客户的规模化程度不断提升

- 中牧股份的口蹄疫市场苗从 2014 年下半年推广以来，历经了 5 个半年推广期，这过程中伴随着公司工艺与产品质量上的不断提升，及依次从散户到集团客户的不断认可，而新一轮的工艺改进正在进行。
 - 2014 年下半年：开始投放市场，当时对中牧股份的客户来说还算新鲜事物，老牌疫苗国企初步尝试推广大品种市场苗，但产品质量各方面还存在一些问题，散户开始认可。
 - 2015 年上半年：质量工艺开始有所提升，初步得到部分中等养殖场认可，在防疫低峰时期可以用来保护。
 - 2015 年下半年：质量有明显提升，得到范围较多的中等养殖场认可，半年度销售 5000 万，质量进入养殖户认为防疫高峰期“防得住”的水平线上。
 - 2016 年上半年，开始逐步进入采购名单，整体质量达到较高水平，上半年度同比开始大幅放量，稳定性持续提升。
 - 2016 年下半年：产品质量持续提升，解决过去副反应等问题，并开始受到集团客户认可。
 - 2017 年上半年：1 季度公司口蹄疫市场苗略低于翻倍增长，当前正期待新一轮的工艺改进与质量提升，解决前期稳定性等问题。

图表 1：中牧股份口蹄疫经历了一个逐步得到客户认可的过程

半年度	2014年下半年	2015年上半年	2015年下半年	2016年上半年	2016年下半年
时期	开始投放市场	推广期	效果显现	开始大量进入采购名单	开始放量
量	几百万	500万	5000万	4000万	6000万
抗原含量	较差	有一定提升	整体有明显提升	较高	高
稳定性	较差	较差		较稳定	比较稳定
副反应	较差	有一定提升		较高	比较高
客户反映	逐步受到散户认可	逐步受到中等养殖场认可		逐步受到大养殖场认可	开始受到养殖集团认可

来源：中泰证券研究所、草根调研

- 从当前口蹄疫行业扩张速度来看，行业属性在规模化及渗透率提升的背景下，2017-2020 年行业增速大致在 37-45%。在 2017-2018 年，规模化贡献的 30%速度，渗透率贡献 10-15%的速度，整体 2 年的增速为 40%、45%，口蹄疫市场呈现加速增长趋势。而在 2019-2020 年，规模

化贡献速度下降到 17%，而渗透率贡献度开始提升至 20%，则整体两个时期的增速为 37%、37%。当前渗透率约为 15%，经过 4 年快速增长后，口蹄疫渗透率将达到 60%，仍然不超过超大和大型养殖场 65% 的比例，并明显低于规模化 80% 的比例，因此不存在明显的渗透和扩张阻力。

图表 2：2017-2020 年口蹄疫市场苗增速贡献拆分

贡献因子	2017年	2018年	2019年	2020年
规模化	30%	30%	17%	17%
渗透率	10%	15%	20%	20%
总体	40%	45%	37%	37%

来源：中泰证券研究所、草根调研

图表 3：未来 2 年将是规模化加速阶段

养殖户类型	规模参数	2010年占比	2013年占比	2016年占比	2018年占比	2020年占比
超大规模	5万头以上商品猪，3000头以上母猪	1%	4%	10%	20%	25%
大规模	5000头-5万头商品猪，300-3000头母猪	5%	13%	20%	30%	40%
中等规模养殖场	500-5000头商品猪，30-300头母猪	30%	23%	20%	18%	15%
散户	500头以下商品猪，30头以下母猪	64%	60%	50%	32%	20%
总体	全部规模	100%	100%	100%	100%	100%

来源：中泰证券研究所、草根调研

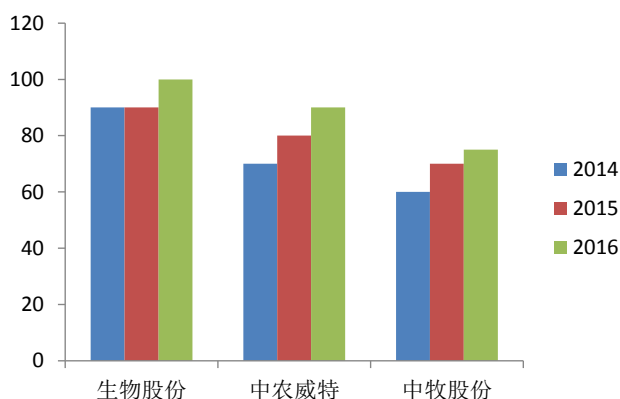
图表 4：各个规模不同时期的增速拆分

养殖户类型	规模参数	10年中两个大阶段		10年中四个小阶段			
		从无到有，一往无前	顺势再起，终遇瓶颈	大养殖场从无到有，原始高速扩张阶段	速度下降	新猪周期、环保形势下，大养殖场借势速度再次提升	遇到规模等瓶颈，速度下降
		2010-16 前6年均速	2017-20 后4年均速	2010-13 前3年均速	2014-16 后3年均速	2017-18 前2年均数	2019-20 后2年均数
超大规模	5万头以上商品猪，3000头以上母猪	46.78%	25.74%	58.74%	35.72%	41.42%	11.80%
大规模	5000头-5万头商品猪，300-3000头母猪	25.99%	18.92%	37.51%	15.44%	22.47%	15.47%
中等规模养殖场	500-5000头商品猪，30-300头母猪	-6.53%	-6.94%	-8.48%	-4.55%	-5.13%	-8.71%
散户	500头以下商品猪，30头以下母猪	-4.03%	-20.47%	-2.13%	-5.90%	-20.00%	-20.94%
总体	全部规模	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：中泰证券研究所、草根调研

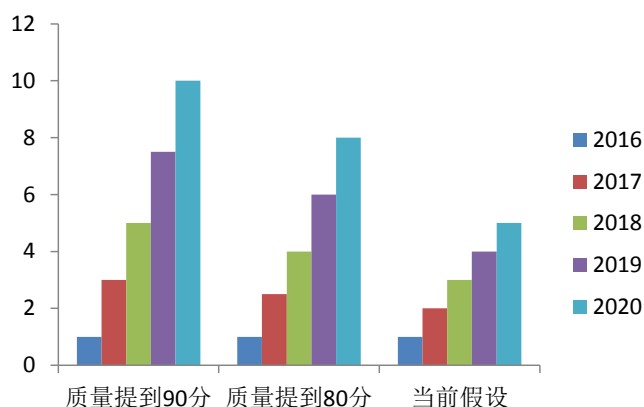
- 从口蹄疫竞争格局角度，中牧股份未来能否放量超预期，取决于其质量能否继续显著提升，若接近（80分以上）或达到（90分以上）行业顶尖水平，那么将会显著提升市场苗弹性。
- 我们认为从口蹄疫竞争格局上看，有生物股份和中农威特两强在先，中牧股份属于后来者，口蹄疫市场当前仍是质量权重占比极高的采购市场，质量达到顶尖水平才有价格（中牧定价在生物与中农之间）、服务、稳定性等方面可比性。从某省的三方评价数据上看，近三年生物股份一直打到90-100分并保持行业第一，中农威特上升势头迅猛至90分以上，中牧也在不断提升质量，但仍未能达到80分以上。
- 因此我们认为当前对于中牧来说，质量的权重仍是第一位的，中牧在2016年三方评价中依然未能达到80分以上，这制约了中牧在集团客户的采购权及采购比例，以及一般客户的示范采购效果。如果按当前质量水平，中牧就仅仅是在行业高速扩容浪潮下，享受溢出效应的进入者，预计在规模到3亿元左右增速就可能明显下降，即便营销不断加强，也很难有突破。
- 公司今年在继续进行技术改进，我们认为如果质量评分能提到80分或甚至90分以上，那么未来有望持续享受高速增长，2018、2020年分别有望达到4-5亿元、8-10亿元，按50%净利率则可贡献2-2.5亿元、4-5亿元业绩增量。

图表5：某省三方评价中口蹄疫三强的质量综合评分



来源：中泰证券研究所、草根调研

图表6：质量提升情况是公司口蹄疫能否放量的关键



来源：中泰证券研究所、草根调研

图表7：口蹄疫行业增速及竞争格局假设

	2016	2017	2018	2019	2020
行业整体	18.50	25.90	37.56	51.45	70.49
行业增速		40%	45%	37%	37%
生物股份	10.4	14.2	19.6	26.2	35.9
生物增速		36.30%	38.15%	33.91%	37.00%
中农威特	5.5	7.4	10.2	13.4	18.3
中牧股份	1	2	3	4	5
海利生物		0.5	2.5	5	7.5
天康生物			0.5	1	2
其他	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8

来源：中泰证券研究所、草根调研

图表8：中牧股份不同质量评价下的销量弹性假设

	2016	2017	2018	2019	2020
质量达90分	1	3	5	7.5	10
质量达80分	1	2.5	4	6	8
当前质量不变假设	1	2	3	4	5

来源：中泰证券研究所、草根调研

- 营销不是当前的主要矛盾，质量再上台阶后，营销服务端的强化有望助力销量释放。
- 而营销方面，我们认为这不是公司当前口蹄疫市场苗的主要矛盾，一方面公司质量还未能达到行业顶尖水平，口蹄疫采购上依然是质量第一位。另一方面当前行业的主要扩容动力是规模化养殖场的高速扩张，渗透率也在进行，且也是在规模较大的客户群体中扩张。
- 当然公司这 1-2 年也在不断加强口蹄疫的营销，增加口蹄疫部门在各省营销人数、技术服务人员增加服务频率、提升营销商质量和数量、提高营销人员激励水平。我们认为在质量进入 80-90 分级别后，公司营销服务端的强化将逐步显现在销量弹性上。

图表 9：公司口蹄疫营销加强手段

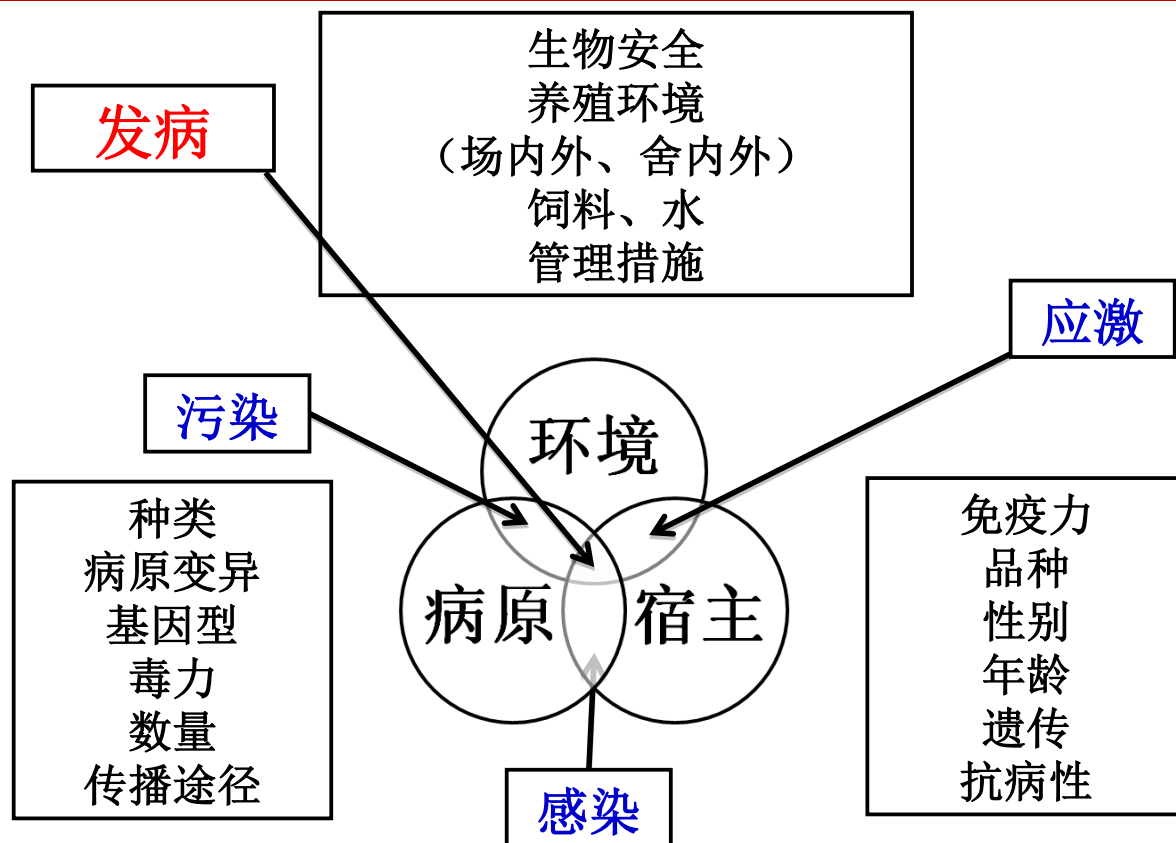
营销方面	内容
专家服务	公司核心 20-30 专家为各省重点养殖户和经销商提供远程或实地的技术服务。
营销队伍	公司营销队伍不断扩大，口蹄疫部门人数不断扩充，兼具大客户维护、经销商管理、技术服务等多项职能。
大客户维护	大客户全力通过专家、技术服务人员、客户维护人员等积极进入采购目录。
经销商管理	在各省选择 2-3 个有实力的经销商专门推广口蹄疫疫苗。

来源：中泰证券研究所

蓝耳与猪瘟：推广速度放缓无碍长期空间，稳定性提升后放量可期

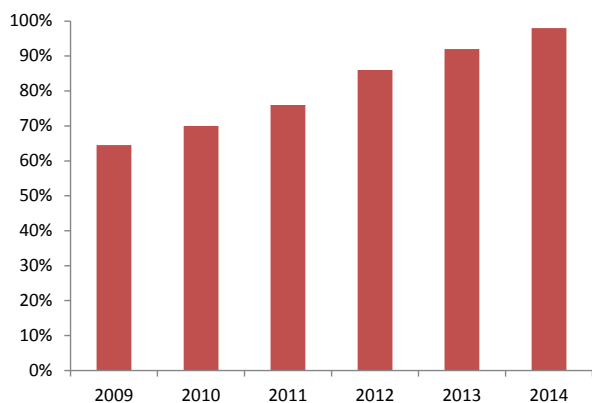
- 一般来说，疫病感染致病等是环境、病原、宿主三方面共同作用的结果，蓝耳病正是将这种多因素复杂性发挥到极致，是一种目前世界看来都较为难解决的疫病，在中国还存在高致病性蓝耳病（高致病性猪繁殖与呼吸综合征）的流行，目前国内蓝耳病的防控主要有地方毒株、免疫抑制、效力、混合感染等问题：
 - 地方毒株问题：各地存在不同流行毒株，部分毒株间存在显著差异，部分毒株间差异不大，仅是同源下的代次不同，疫苗提取上分为江西株、天津株、广东株、经典毒株、安徽株等。
 - 免疫抑制性问题：蓝耳病及蓝耳病疫苗多数存在明显的免疫抑制问题，体现在降低免疫力、减弱免疫系统对其他病种或疫苗的免疫应答反应上，尤其是对猪瘟疫病的防控上，这方面江西株疫苗就存在明显的免疫抑制问题，而天津株则此类问题较少。
 - 效力问题：蓝耳疫苗的效力容易受到毒株不成熟、代次、基因片段缺失等问题的影响，目前看天津株在应用中部分存在这一问题。
 - 混合感染问题：混合感染是蓝耳病普遍的问题，一般蓝耳病都于支原体、圆环、猪瘟等混合感染。
 - 近年来蓝耳病的感染率逐年提升，已经成为各类规模养殖场最头痛的问题，而且没有很好通用的解决方法。

图表 10：疫病传播、感染、发病等一系列关系



来源：中泰证券研究所

图表 11：调研显示蓝耳病感染率近年来上升明显



来源：中泰证券研究所

图表 12：蓝耳-猪瘟二联苗临床大规模推广过程中的问题

种群	效力	免疫抑制性	稳定性
母猪	较高	无	较高
商品猪	一般	无	一般

来源：中泰证券研究所

- 中牧的蓝耳、猪瘟二联苗上市以来，受到产业界的高度重视，因其在实验室评测中集效力、无免疫抑制性、稳定性高、硕腾参与研发等多重看点。从实际推广的角度，二联苗目前推广节奏慢于预期，也暴露了一些问题，主要体现在商品猪使用效力的稳定性上，并且在规模户对蓝耳联苗过度谨慎的背景下，需要达到防得住、稳定性高等多重临床试验结果，才会大面积采购。但我们认为这依然难以阻碍其长期 15-20 亿空间，后续工艺持续改进、客户习惯的逐步形成将带动其显著放量至 5-7 亿水平。
- 母猪：二联苗在母猪方面的推广较为顺利，试用效果较好，免疫抑制性没有出现、效力较为明显。

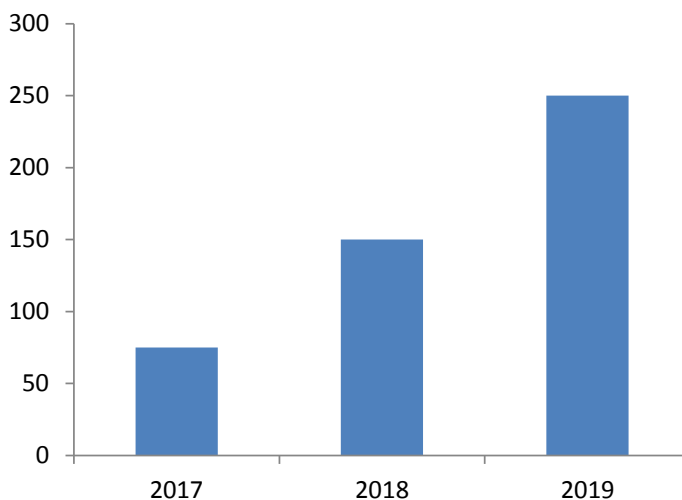
- 商品猪：商品猪由于种群混合感染及免疫程序问题（原本一针蓝耳活苗、二针猪瘟灭活苗免疫时间不相同），二联苗在商品猪上的效力还有待验证，但是均无免疫抑制问题。
- 从空间上看，蓝耳、猪瘟是养殖户继口蹄疫、圆环、伪狂犬后主要精力防控的疫病，从25元规模养殖场防疫费用分布看，大约有6-8元可用于蓝耳、猪瘟两种病，按8亿头等价商品猪基数，30%真实大型规模化水平，有15-20亿潜在市场苗空间。
- 而从具体推广上看，二联苗产品质量的稳定性还有待进一步提升，大养殖场对蓝耳联苗的采购较为谨慎，需要达到防得住、稳定性高等多重临床试验结果，才会大面积采购。我们认为未来公司工艺水平不断提升后，二联苗有望逐步得到客户认可，达到30%以上市占率，即5-7亿水平。

图表 13：蓝耳-猪瘟二联苗从实验室角度评测的优越性

疫苗类型	剂型	效力及保护率	副反应	免疫抑制性	研发技术	保护期
蓝耳猪瘟二联苗	联苗且是单剂型，1针解决两种疫病。	对各类毒株近100%的保护率。	没有副反应。	无任何免疫抑制性。	使用pcr技术精准混合。	6个月以上
蓝耳变异株	均为单苗，且一般都是多剂型，需多次免疫。	效力较高	较高	较高	基因工程	一般在4个月
蓝耳基因缺失株			较低	较低		
一般猪瘟苗		效力低	较高	较高		
猪瘟e2			较安全	较低	基因工程	

来源：中泰证券研究所

图表 14：中牧蓝耳-猪瘟二联苗销售额预测（百万元）



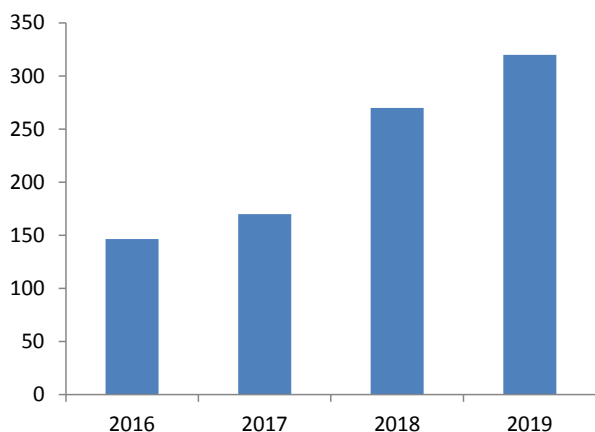
来源：中泰证券研究所

前景病种完善布局，市场苗新增长点层出不穷

- 除上述两个大品种外，公司当前也在积极推广和储备未来具备前景的疫苗品种，伪狂犬等产品上市也为猪市场苗持续高速增长提供新动力，在2017年获批推广基础上，预计这类产品在2018年的新品增量将体现地较为明显。
- 伪狂犬：当前公司已经拥有HB2000株，是目前上市的最近毒株产品，与流行毒株匹配度优于传统bartha-K61株，未来有望储备新的流行毒株，整体预计也将参与15-20亿市场的更新换代。

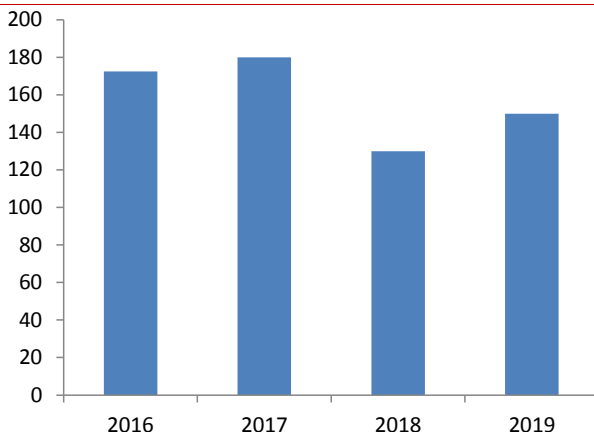
- 腹泻：腹泻产品目前公司当前腹泻多发，已经成为养殖户目前的第一大病，公司腹泻二联产品预计将获得顺利推广。
- 支原体：成为细菌性疫病的主要问题，养殖户需求旺盛，公司新品也将满足这一痛点。
- 圆环：圆环当前市场增长迅猛，市场规模已达 15 亿左右，公司也在积极布局圆环新技术产品。
- 除了口蹄疫及蓝耳-猪瘟二联苗外，我们认为公司 2017 年其他新品将陆续获得文号并进行前期推广，2018 年猪苗储备品种将会开始放量，猪市场苗业务板块有望开启高速增长。

图表 15：中牧股份其他猪用市场苗销量预测（非口蹄疫及二联苗产品，百万元）



来源：中泰证券研究所

图表 16：中牧股份禽用市场苗销量预测（百万元）



来源：中泰证券研究所

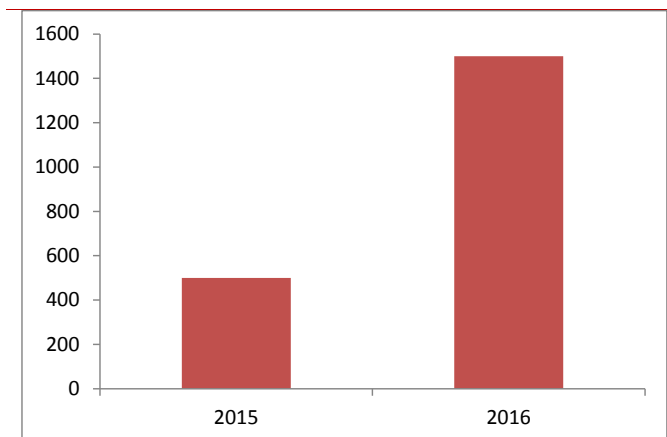
借鉴勃林格与硕腾的不同模式经验，猪苗大品种、综合服务及新蓝海齐发力！

外企入国门大势所趋，那么究竟是勃林格还是硕腾的模式适合中国？

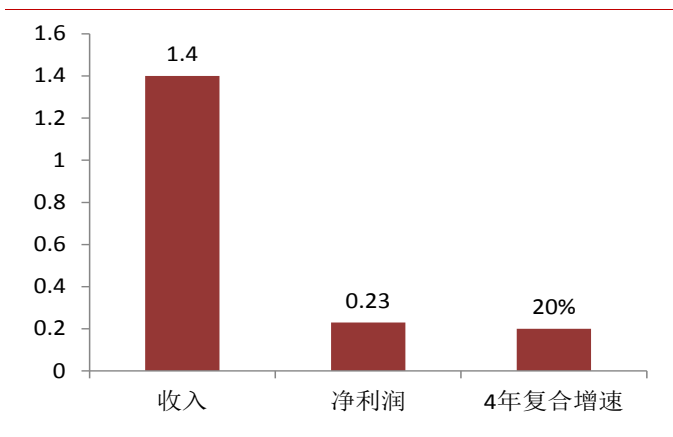
- 从去年底开始，国家正式放开对外企控股权的限制，国内企业的最低持股比例从 51% 下降到 33% 附近。首当其冲就是诗华并购诺倍威的成功案例。为什么诗华会收购诺倍威？诺倍威免疫组合方案的理念是国外动保企业对于产品推广的核心价值观，其较齐全的猪苗产品线是并购的基础。

图表 17：诺倍威支原体 2016 年销量翻两番

图表 18：诗华诺倍威 16 年财务数据及过去 4 年增速



来源：中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

图表 19：诗华诺倍威 2016 年健康呼吸总动员活动效果

方面	内容
总试验范围	2016年全国共有483家规模化猪场参加了诗华诺倍威组织的“健康呼吸总动员”活动。
联合免疫试验范围	2016年有近200家规模化猪场自愿选择喘净威+伪狂犬联合喷鼻，通过1年多的跟踪观察，证实此联合免疫方案方便、安全、高效。
干扰性实证	诗华诺倍威分别选择了17家市面主流伪狂犬疫苗同喘净威进行体外联合培养及猪场临床验证。通过实验证实：1.所有伪狂犬疫苗免疫效果均不受喘净威影响；2.混合后三家国产伪狂犬疫苗对喘净威增殖有影响，其余厂家伪狂犬疫苗均无影响。
免疫机理实证	由于猪鼻腔的特点及雾化颗粒的制约，通过喷鼻免疫是无法直接进入肺脏的。那喘净威是如何通过喷鼻从而保护肺脏的呢？这是由于喘净威是RM48株活疫苗，可附着占位鼻腔及上呼吸道并自然增殖，增殖后的疫苗菌株通过仔猪的自然呼吸顺势进入下呼吸道及肺脏，从而通过占位及黏膜免疫保护整个呼吸系统免于支原体侵害。除此之外，由于呼吸系统的天然保护屏障——纤毛受到了保护，从而对其他呼吸系统疫病的防控也起到协同作用。因此很多猪场在使用喘净威后发现复杂的猪群呼吸系统疫病控制得到改善
方法总结	一方面诗华诺倍威配套了添加免疫增效因子的喘净威专用稀释液，同时配备进口连续喷鼻枪。并且在大量猪场实验过程中，也总结出了几点中肯建议及小诀窍： 1. 稀释好：喘净威专用稀释液，富含黏膜免疫诱导因子，喷鼻免疫效果更佳；2. 喷量少：稀释1头份喘净威至0.6-1ml，左右鼻孔各喷0.3-0.5ml；3. 日龄小：1-5日龄即可进行伪狂犬+喘净威联合喷鼻或喘净威单独喷鼻；4. 抓要牢：抓猪时让仔猪嘴巴留有空隙，便于呼吸；5. 停两秒：喷鼻过后，维持原来的姿势停顿两秒，有利于疫苗的充分回吸；6. 避干扰：免疫当天不要用消毒药。
2017年展望	2017年诗华诺倍威将承接“2016健康呼吸总动员”的脚步，同广大用户一起共同实践“健康呼吸减免增效再动员——气喘伪狂，一喷两防”活动。减少猪场工作量的同时，维护猪群呼吸系统健康，增加猪场效益。

来源：中泰证券研究所

- 我们也在近期调研多家国外动保巨头高管、资深技术专家、市场推广经理等，外企大量进入中国将带动国内动保行业整体进入优质优价、服务升级的时代。
- 从外企成长历程看出其高端血统：我们从勃林格的成长历程可以看出，外企更多的是依赖产品品质的独特优质性来拓展市场，其著名的圆环产品即是通过产品纯度、稳定性、单剂量等强大优势来获得养殖场肯定。Ingelvac®cironex™ 是首个单剂量给药的预防猪二型猪圆环病毒疾病疫苗，可以减少得此病猪的死亡率以及提高其增长速度，此药从 2007 年开始强势增长，2007-08 年连续两年增长速度超过 100%，4 年复合增速近 60%。

图表 20：勃林格猪苗优质品种的快速成长期

产品功能	年复合增长率	最高销售额	贡献持久度
唯一治疗狗充血性心脏病	20.70%	34	2004-2009
治疗支气管痉挛的呼吸障碍	19%	19	2004-2006
止痛消炎	6.90%	95	2004-2010
首个单剂量猪支原菌疾病的疫苗	15.40%	43	2004-2010
唯一预防罗森氏菌的猪肠道感染性病疫苗	18%	26	2005-2007
首个单剂量猪圆环病毒疾病疫苗	59.40%	239	2006-2010
猪蓝耳疫苗	29.40%	44	2008-2010

来源：中泰证券研究所

- 优质优价、不打价格战、做高端市场：**国外动保企业普遍认为走高端路线是他们开拓中国市场的唯一选择，不会通过打价格战的行为落入低端。如果碰到国内企业类似产品的价格战冲击，他们仍愿意以产品的稳定性与服务提升来稳定拓展市场。
- 服务驱动产品推广、免疫方案及组合产品销售：**针对中国复杂的疫病形势，外企纷纷以推出免疫方案的形式来获得中国养殖户的肯定，通过较为完善的技术服务开拓市场。如勃林格开始推广圆环+支原体的物理混合疫苗，诗华诺倍威推广支原体+伪狂犬的组合疫苗等，硕腾推出蓝耳-猪瘟二联苗等。

图表 21：国外动保巨头纷纷向免疫方案的目标迈进（联苗、物理混合疫苗、疫苗防疫组合）

国外动保巨头	原有产品	免疫组合	优势
勃林格（梅里亚）	圆环、支原体单品	将曾经圆环疫苗与支原体疫苗分开两针分两侧注射的方法改进为在注射之前混合于一针注射。勃林格将为用户提供一个双通的转换针头，然后支原体疫苗将会流入圆环疫苗瓶中完成混合。	在临床数据上发现这两个苗制成联苗互相之间会产生干扰影响免疫效果，而混合注射不会，能维持两种疫苗原有的有效性和安全性。
诗华诺倍威	支原体、伪狂犬	伪狂犬疫苗通过早期喷鼻免疫可侵染上呼吸道细胞，在扁桃腺进行复制，进而保护三叉神经。而支原体活疫苗则在上呼吸道增殖后移行至下呼吸道及肺脏从而保护整个呼吸系统。支原体同伪狂犬混合稀释后联合喷鼻免疫。	支原体同伪狂犬混合稀释后联合喷鼻免疫可简化免疫程序，降低工作量。2016年有近200家规模化猪场自愿选择喘净威+伪狂犬联合喷鼻，通过1年多的跟踪观察，证实此联合免疫方案方便、安全、高效。
硕腾	蓝耳、猪瘟	蓝耳-猪瘟二联将猪瘟C株以及高致病性猪蓝耳病的天津株充分吻合，天津株毒力充分致弱，不返强；毒株在NSP2基因有360个核苷酸缺失，病毒血症持续时间短，无免疫干扰；猪瘟部分采用荧光抗体检测技术，确保批次间的猪瘟抗原高效、精准，同时做到全程牛病毒性腹泻病毒零污染。	瑞兰稳实现了猪瘟和蓝耳病双重防控，且一针保护期长达180天。相比以往的防疫方案，瑞兰稳能做到一针双防，无需频繁免疫，可显著提高猪场免疫效率，顺应猪场自动化管理趋势，降低越发昂贵的人工成本，给猪场提供极大帮助。硕腾前期进行了大量干扰试验，证明即便猪瘟疫苗使用极小的滴度进行免疫，也能达到理想的免疫水平，且无互相干扰。

来源：中泰证券研究所

- 因此针对国内企业，我们大胆提出猜想：这一波外企进入中国将快速改变国内动物保健品的格局，未来 100 家企业，有 30-40 家因为招标取消而逐步退出市场，有 30-40 家因为受到外企冲击而退出市场，未来可能就 20 多家国内企业与 10 家外企在中国，集中度大大提升。**
- 疫苗渗透率有望在国外企业服务带动下快速提升，高端市场将高速扩张。**国际动保巨头过去仅仅是一两个产品以贸易形式进入，未来如勃林格计划将猪瘟、伪狂犬等一系列产品进入中国，其技术服务水平较高、培育客户的能力较强，我们认为整体猪用市场苗有望呈现整体快速扩张局面，广大的中型养殖户也有望加入市场苗密集使用的大军。
- 壁垒型品种将受益于不断培育的新增客户需求。**我们认为壁垒型品种如口蹄疫等，其涉及到公共安全及国家形象等政治问题，是国外动保巨头难以快速进入的领域，这一领域将受益于客户培育后扩大的市场，如口

蹄疫。

- 非壁垒型品种将快速实现技术升级、集中度提升，利好技术优势明显的企业。圆环、蓝耳、猪瘟、伪狂犬等非壁垒型品种，市场经过重新培育整合后，客户对于疫苗质量更加敏感、标准要求更高，国内一般企业将面临淘汰，而有技术优势、流行毒株的企业将脱颖而出。如圆环及伪狂犬，预计这一部分市场外企与国内企业将平分天下，类似圆环目前的格局。

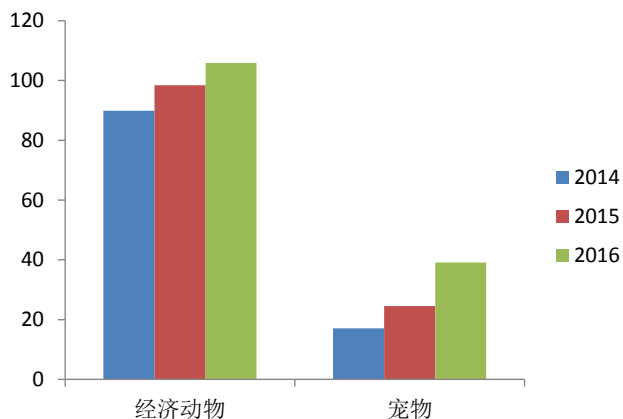
图表 22：外企进入中国后的 100 家企业竞争格局分析

企业类型	主力产品	产品线	过去状态	未来状态
前20家大规模企业	多个市场苗产品	比较综合	占据细分领域	优势企业脱颖而出，未能很好转型的一般企业逐步萎缩
10家外企	经国际验证的市场苗	比较综合	政策限制发展	政策放开，大力进入中国，在多个细分领域占据优势
中间30-40家中等企业	一两个市场苗	几个产品	销量稳定	大部分被外企冲击退出，能做出细分优势产品的将生存。
末尾30-40家小企业	依靠地方招标等	很少	地方性企业	基本退出市场

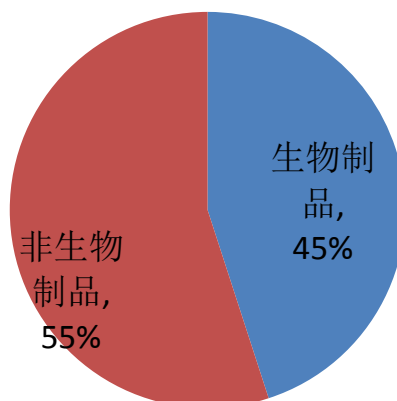
来源：中泰证券研究所

- 然而我们继续深入分析外企的不同模式，我们能发现硕腾与勃林格这两个在华动保市场最大外企产品结构变化比较中，可以得到两个关键的借鉴。当前外企入国门的趋势盛行，而在中国当前的动保市场，硕腾和勃林格无外乎最大的两个外企，经平均汇率调整后，我们拆分出两者在华的销售情况：硕腾近年来宠物市场增长迅猛，经济动物增长显乏力，且产品线较为综合，生物制品类仅占 45%。而勃林格几乎都是猪用生物制品，依然整体保持较快增长。
- 借鉴之一：仅在猪用生物制品领域，从勃林格和硕腾近年来增长情况看出，勃林格专攻大品种的模式还是能胜出！从实践调研看出，中国的养殖场对拳头产品的心理地位很高，由于存在庞大的规模化群体，且规模户与一般有较高的防疫费用预算差距（30-40 元），因此大品种才是在当前中国猪苗产业化做大的根本前提。勃林格因为其猪用疫苗领域圆环大品种的全球领先品质及深入人心的品牌产品，近年来持续以 15-20% 速度高速增长，仅在经济动物疫苗，已经与产品线复杂的硕腾（疫苗、化药、饲料添加剂、消毒剂等）拉开一定差距。而国内易邦（禽流感）、永顺（猪瘟）、科前（伪狂犬）早期也是凭借莫一种优势品种打开局面，并且优势品种具备很强的产品线及品牌带动效应。

图表 23：硕腾中国经济动物和宠物业务拆分

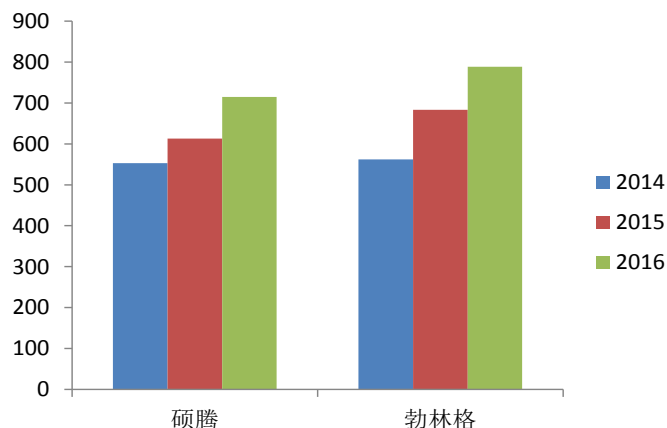


图表 24：硕腾中国产品结构

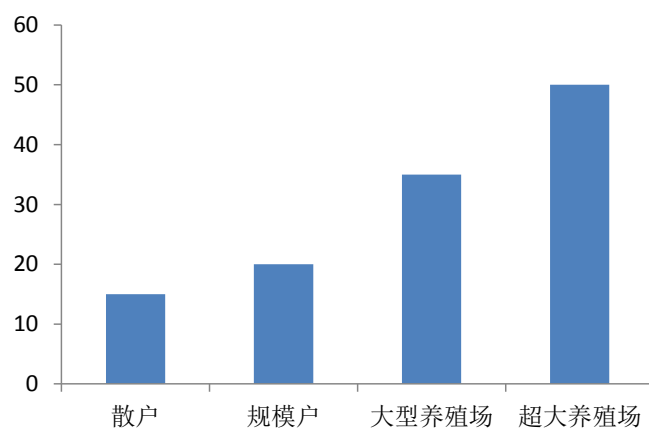


来源：中泰证券研究所

来源：中泰证券研究所

图表 25：硕腾与勃林格经济动物中国销售额比较


来源：中泰证券研究所

图表 26：不同规模养殖场的防疫费用（单头商品猪）


来源：中泰证券研究所

图表 27：勃林格和硕腾不同的服务模式

	硕腾	柏林格
营销渠道	市场人员400人，也在裁员。	市场人员很少，但有很多高级技术服务人员
产品结构	品种多样，深州工厂生产杆菌肽锌，烟台工厂目前有口服液、分散剂、预混剂三条生产线，吉林工厂开发、生产和销售动物疫苗。	主要优势在猪用大品种，圆环与蓝耳等，其中圆环单品占比很大。
营销策略	渠道覆盖面广，并且对终端掌控能力强，硕腾市场服务人员频繁跑客户。	专攻大客户，通过猪疫病领域的强大优势、优秀品种和防疫经验解决核心问题。
大客户反应	客户维护的还可以，不过拳头产品较少。	圆环和蓝耳的优势很明显，从疫苗质量到技术服务都很到位。
中等客户反应	中等养殖户不仅认销售商，也认可硕腾的人员，渠道与服务俱佳。	疫苗质量不错，但渠道建设与服务较少。

来源：中泰证券研究所、草根调研

图表 28：国内非上市优势企业也基本都是靠一个优势品种发家

企业	专攻品种	品种特点	销量与占有率	带动效应
武汉科前	伪狂犬	伪狂犬流行毒株，适合当前中国变异毒株。	1.5-2亿，占市场苗约30-40%	武汉科前其他猪苗产品销售顺畅，诊断服务获得客户认可，净化服务效果明显。
青岛易邦	禽流感	禽流感防控定制化服务，效力与精确度优势明显。	每年供应45亿头份禽流感疫苗，占整体禽流感超过30%	易邦产品效力深入人心，定制服务功能明显，圆环VLP等新品推广难度大大降低。
广东永顺	猪瘟	猪瘟工艺领先行业，产品效力、稳定性均明显优于同行。	1.2亿，占市场苗约40%	永顺推广蓝耳、圆环等产品的影响力明显较强，尤其在华南区域的客户认可度较高。

来源：中泰证券研究所、草根调研

- **借鉴之二：硕腾在经济动物领域形成了综合服务的产品线集群优势，而在非生物制品和宠物上的布局，是未来具备长期前景的领域！**而反观硕腾，虽然经济动物领域增长乏力，但是其在宠物领域每年以 40-60% 的速度爆发式增长，同时其布局的反刍动物、非生物制品领域也获得快速增长。我们认为在未来长期，反刍疫苗、驱虫药、优质化药等具备长期

成长性。同时硕腾在经济动物上疫苗、化药、消毒清洁剂等产品的完善布局，能够打通治疗、防疫、营养三个大功能，为养殖户解决养殖效率提升的问题，在疫病复杂的中国具备更持续的竞争力。

图表 29：硕腾中国产品线

产品和服务	猪用产品	疫苗（7种）、针剂（6种）、药物及饲料添加剂（6种）、清洁及消毒剂（1种）
	家禽和饲料产品	家禽产品（6种）、饲料产品（5种）、生物设备（1种）
	奶牛产品	安倍宁、律胎素、易速达、泌乳通、瑞可新、赛得宝、速解灵 RTU、速诺 LC
	宠物产品	驱虫药家族（1种）、疫苗家族（5种）、抗感染家族（3种）、镇静止疼家族（2种）

来源：中泰证券研究所

从品种齐全到专攻大品类，中牧猪用疫苗战略提效的最关键路径

- 市场对中牧股份业务层面改革的认识仍停留在生产、研发、营销、服务等均等的看待，认为中牧疫苗板块的优势还在于产品线齐全。我们认为在猪用疫苗领域，中牧近 2-3 年最大的变化在于专注大品种，资源全面倾斜到大品种领域，而非过去的均等看待产品资源。
- 品种文号倾斜：公司当前积极与各大科研院所及原研单位争取大品种，目前未来有前景的伪狂犬、细菌性疫苗等都处于文号申报的第一梯队，较原本各个品种都无差别获取文号的战略明显改进。
- 技术工艺倾斜：公司当前技术工艺团队的首要任务就是改进口蹄疫的生产工艺，其他非大品种的疫苗工艺提升并不是当前主要任务。
- 营销资源倾斜：公司针对口蹄疫、蓝耳-猪瘟二联都设立了专门的团队进行营销推广。
- 管理体制倾斜：公司将原本的生药一部和二部合并，后划分为口蹄疫部门和非口蹄疫部门，内部再细分为大客户专员和经销商专员。
- 在此前对于行业趋势分析的基础上，我们认为中牧专注大品种的战略调整方向契合了未来国内猪用疫苗领域的趋势。

图表 30：中牧股份从小品种向大品种转型战略中的各项实践

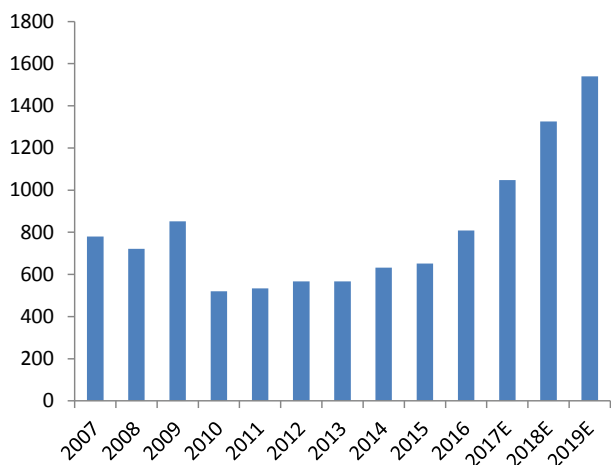
业务方面	资源倾斜手段
技术工艺倾斜	技术工艺上优先改进口蹄疫的生产工艺。
品种文号	与各个科研院所及企业原研单位保持密切联系，对当前比较重要的伪狂犬、支原体、圆环等疫病开展文号引进。
营销资源	以广东为例，公司有专职负责口蹄疫和蓝耳-猪瘟二联苗销售的专员，整体
管理体制	生药板块分口蹄疫部门与非口蹄疫部门，具体再细分到大客户专员和经销商专员。

来源：中泰证券研究所

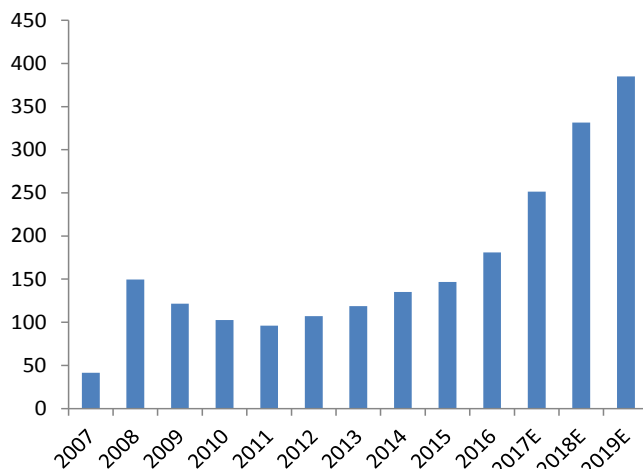
饲料与化药业务完善经济动物服务商架构，宠物业务布局新蓝海

- 而中牧在饲料、化药、宠物板块的布局，一方面完善经济动物服务商架构，在客户占有率、产品线、定制服务、协同营销等方面提升长期竞争力，另一方面也契合了未来具备前景的宠物疫苗新蓝海领域。
- 公司饲料 2016 年开始迎来了近 25% 的突破式增长，达到 8 亿元体量，此前 6 年一直在 5-6 亿规模，符合我们 2016 年对其饲料产能开始释放

的预期，2017 年将是公司产能释放更加充分的黄金期。当前存栏逐步恢复，主要饲料企业量增都超过 20%，前端料增速更超过 30%，我们认为公司在前端料上的加速布局，有望达到 30%量增。

图表 31：中牧股份饲料收入预测


来源：中泰证券研究所

图表 32：中牧股份饲料毛利率预测


来源：中泰证券研究所

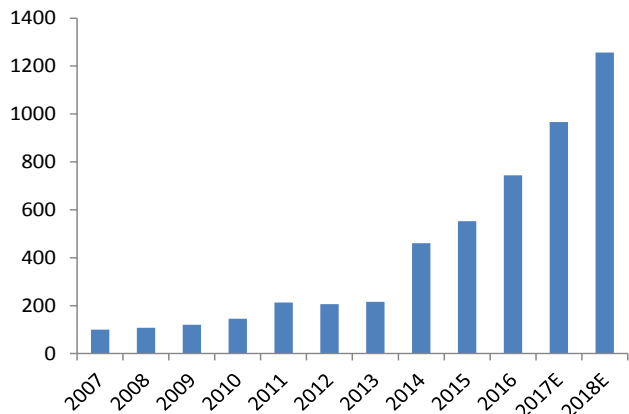
图表 33：公司饲料当前产能

生产基地	生产线	产品种类	产能	达产时间
北京	北京华罗多维生产线	畜禽/水产/反刍类饲料添加剂	8,000 吨	2014年及以前
天津	天津华罗预混料生产线	畜禽等预混料	单班 2 万吨/年	
	天津华罗载体生产线	玉米粉、蛋白粉	单班 0.25 万吨/年	
南通	南通华罗预混料生产线	畜禽等预混料	单班 1 万吨/年	
郑州	郑州华罗预混料生产线	畜禽等预混料	单班 0.5 万吨/年	
	郑州新厂预混料生产线	预混料	单班 2 万吨/年	
	郑州新厂配合料生产线	配合料	单班 3 万吨/年	
长春	长春华罗预混料生产线	畜禽、水产预混料	3 万吨	2014年
	长春华罗浓缩全价料生产线	畜禽浓缩全价	5 万吨	
河南新乡	新乡华罗预混料生产线	预混料	2 万吨	2015年
	新乡华罗配合料生产线	配合料浓缩料	5 万吨	
武汉	武汉华罗预混料生产线	预混料	2 万吨	2016年
	武汉华罗浓缩料生产线	浓缩料	5 万吨	

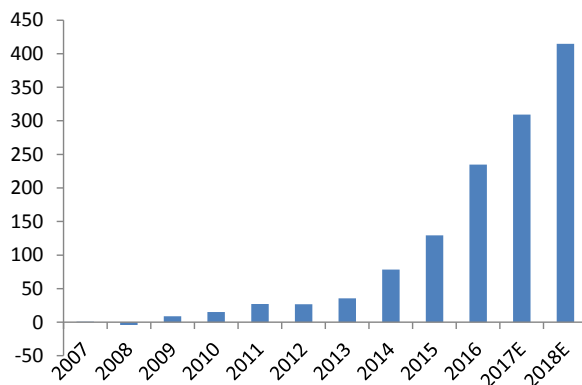
来源：中泰证券研究所

- 公司化药产品 2016 年迎来了高速增长，收入增长近 35%，毛利率提升 8%，是股份公司主营利润增长贡献最大的板块。我们认为未来在行业加速整合，小企业不断退出的背景下，拥有优质产品、较完善产品线、较多储备产能、产品不断升级的中牧化药板块将引来 30%持续增长，毛利率有望不断能提升。

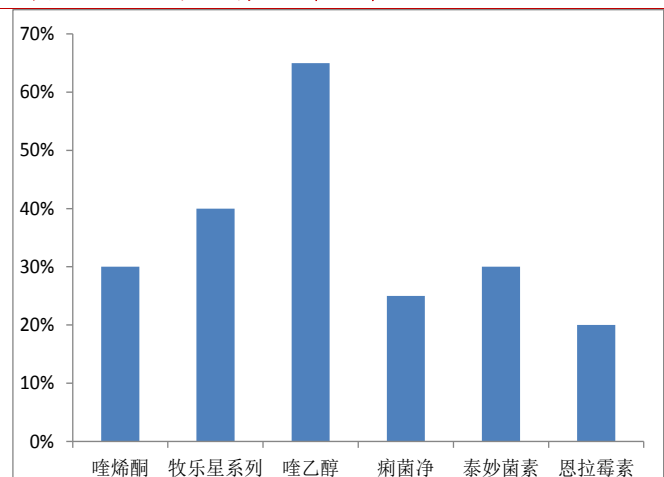
图表 34：中牧股份化药收入预测
图表 35：公司化药产品毛利预测



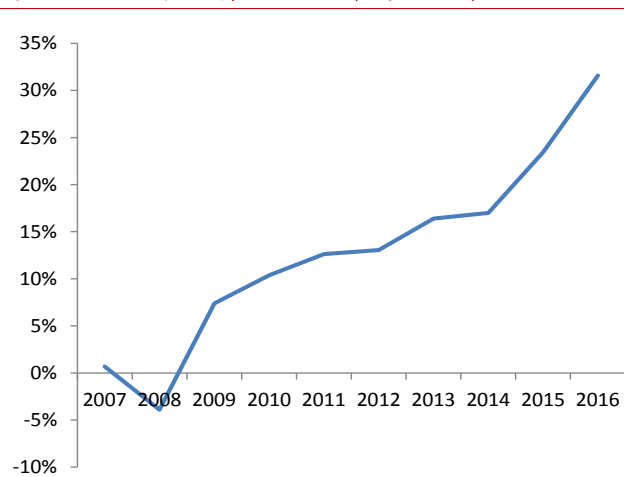
来源：中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

图表 36：公司化药产品市占率


来源：中泰证券研究所

图表 37：公司化药产品毛利率持续提升


来源：中泰证券研究所

图表 38：中牧化药产能

生产基地	产品种类	最高产值 (亿元)
中牧胜利生物 (济宁)	泰妙菌素, 恩拉霉素, 那西肽, 黄霉素, 海南霉素, 莫能菌素, 盐霉素	3
中牧安达 (武穴)	氟苯尼考, 喹乙醇, 痢菌净, 二甲硝, 头孢喹肟	2
中牧黄冈厂 (黄冈)	喹烯酮, 氟尔康, 牧乐星, 喹烯酮及喹乙醇制剂	1.7
中牧南京药业 (南京)	猪用、禽用、奶牛用兽药制剂	1.2
中牧内蒙药业 (呼和浩特)	泰万菌素, 黄霉素等	1.7

来源：中泰证券研究所

- 在宠物方面，与英特威独家合作的中牧股份，其在江西本身就有募投资项目生产宠物疫苗，未来也有望与英特威在宠物疫苗方面更进一步合作。按照各方调研的结果来看，国内可探知的宠物狗数量在 1-1.5 亿只，我们按城市宠物数量 50% 为比例，再考虑到 50% 的城市在收入等特征上目前仍不具备爆发基础，因此目前拥有一定消费能力的宠物犬数量约在 3000 万，其中北上广深约在 300 万。3000 万的真实消费群体，按 50 元疫苗单个用量出厂价估算，有 15 亿疫苗市场，按 1 亿总群体规模测算，有 50 亿疫苗市场，驱虫药、诊断试剂等其他产品空间之和也可等量测算为 15 与 50 亿市场规模。在与英特威深度合作基础上，中牧有望在渗透率较低的城市群体中加快抢占 3 年内 30 亿规模宠物生物制品市

场（疫苗、驱动药等）。

图表 39：公司疫苗主要新建产能

生产基地	老产能	新增产能
兰州生物厂	19亿ml/年口蹄疫疫苗和3亿头份/年畜用疫苗（猪瘟、布氏菌病等）	6亿ml/年猪口蹄疫双组份
保山生物厂	1.2亿ml/年口蹄疫疫苗	2亿ml/年牛羊二价口蹄疫，3亿ml/年猪口蹄疫双组份
成都药械厂	6亿头份/亿ml/年	3.6亿头份/年活疫苗，0.8亿ml/年灭活疫苗，300万头份/年诊断液
江西生物药厂	5亿头份猪用疫苗和3000万头份宠物疫苗，	

来源：中泰证券研究所

图表 40：2016 年 1-9 月犬用疫苗的批签发统计

生产企业	产品	批签发次数	批签发占比	代理商
英特威	犬瘟热、腺病毒、细小病毒、副流感四联	27	22.88%	中国牧工商 (中牧母公司)
	犬瘟热、细小病毒二联	16	13.56%	
	狂犬病	15	12.71%	
	钩状螺旋体（普通+黄疸出血）二价	6	5.08%	
	总计	64	54.24%	
硕腾	犬瘟热、腺病毒、细小病毒、副流感四联	26	22.03%	
	犬瘟热、腺病毒、细小病毒、副流感四联-钩状螺旋体（普通+黄疸出血）二价	8	6.78%	
	细小	1	0.85%	
	总计	35	29.66%	
梅里亚	犬瘟热、腺病毒、细小病毒、副流感四联-钩状螺旋体（普通+黄疸出血）二价	4	3.39%	
	狂犬病	6	5.08%	
	总计	10	8.47%	
勃林格	狂犬病	4	3.39%	中国牧工商 (中牧母公司)
西班牙海博莱	犬瘟热、腺病毒、细小病毒、副流感四联-钩状螺旋体（普通+黄疸出血）二价	3	2.54%	
法国维克	狂犬病	2	1.69%	青岛信得药业
	总计	118	100%	

来源：中泰证券研究所

国企改革与外延扩张：解开战略转型桎梏的关键钥匙

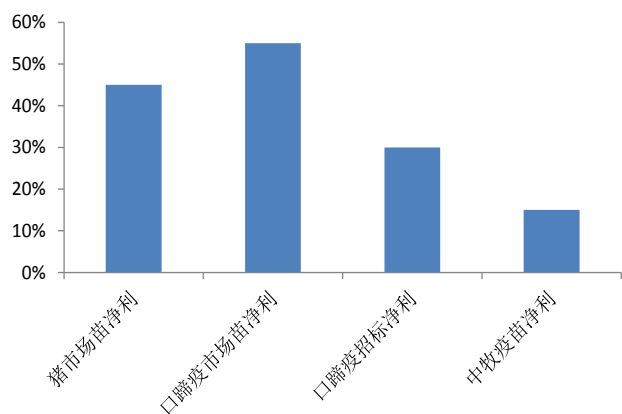
国企改革的影响究竟几何？激励与混改并举，毛利端提效是主要矛盾

- 国企改革是中牧长期发展最重要的看点之一，对公司经营拐点确认到利润端有实质性的影响，那么实际上国企改革对中牧的发展是如何带动的？我们将从改革思路和财务两个方面分析。
- 我们认为公司整体的改革思路是母公司激励与子公司混改，作为典型的多线作战的国企，两条线的改革缺一不可：
 - 一方面，母公司层面高管、各条线中层及核心业务骨干，具备较高的业务水平与管理能力，但是利益未能绑定在公司业绩发展上，未来高管持股开展后，各业务板块的发展有望战略提速、激发优质资产潜能。我们预计公司将通过股票期权等类似方式，通过增发 1% 的股本让 300-400

人享受到母公司的直接持股，这在 10 月 18 日之前承诺推出预案。同时业绩承诺上，扣非不低于行业 75 分位的增长。公司也在通过市场化招聘总经理方式完善公司治理结构，预计 5 月份新任总经理有望到位。

- 另一方面子公司自身的效率问题，可能也需要通过混改来解决。中牧股份子公司众多，其中有较多子公司的盈利能力较差，子公司自身生产营销单元的效率提升也是急需改革的重点。

图表 41：各类疫苗净利率比较



来源：中泰证券研究所

图表 42：中牧股份子公司众多

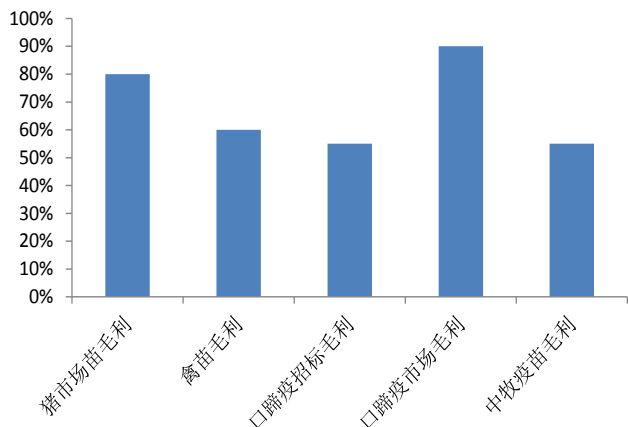
保山生物药厂	山东胜利生物工程有限公司
兰州生物药厂	湖北中牧安达药业有限公司
成都药械厂	兰州中亚药械厂
江西生物药厂	黄冈动物药品厂
天津华罗预混饲料厂	中牧南京动物药业有限公司
北京华罗饲料添加剂厂	南通中牧饲料贸易有限责任公司
中牧农业连锁发展有限公司	

来源：中泰证券研究所

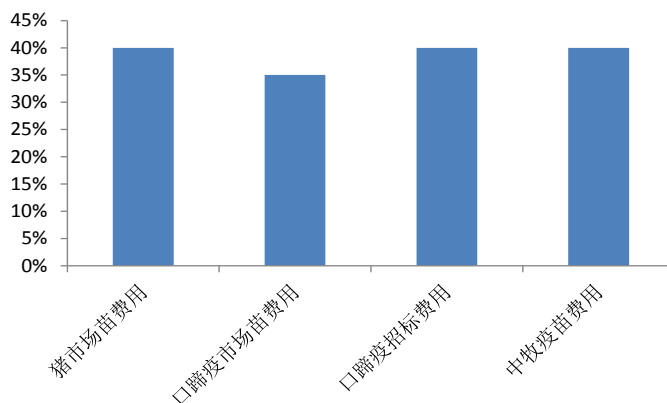
- 而从具体财务指标上看，就疫苗板块而言，我们分析得出中牧股份的费用率其实并没有比其他疫苗企业明显上升（差距最多不超过 5-10%），公司疫苗板块主要问题还是毛利率的明显偏低（55%与 80-90%差距），这改变依赖于产品结构变化、产能利用率提升、工艺改进、生产管理提效。当然改革成功也会带来部分公摊费用的渐进式下降。
- 毛利率角度：公司主要产品问题在于毛利率的较低，一方面是公司产品结构问题，另一方面是公司材料、工艺、厂房使用率的问题。从同行业来看，口蹄疫市场苗毛利率达到 85-90%、猪市场苗及招标毛利率也达到 80-85%，口蹄疫招标与部分禽苗毛利为 50-60%，中牧股份整体疫苗板块毛利率为 55%，这主要还是体现为产品结构等问题。因此我们认为这类效率的提升还是主要依赖于三点：一是产品结构的变化，招标比例下降与市场苗比例的上升，二是产能利用率的提升，新产能逐步转化为产品销量，折旧等固定费用摊薄，三是工艺改进，材料、制造等成本的下降，四是生产管理提效，人工费用的下降。
- 费用率角度：费用率问题其实从实际上看，并不是中牧疫苗的主要问题，中牧疫苗部分费用率与其他企业差距不超过 5-10%。而且一方面公司未来 2-3 年是疫苗、化药、饲料产品推广和放量期，费用明显缩减的可能性不高，另一方面从国企人员的改革来看，明显大比例裁员的短期可能性也不高，例如之前招采的人员也都合理安排到市场苗推广中。当然如果改革成功后，也会有部分公摊费用的下降，但是短期显著下降有难度。

图表 43：各类疫苗毛利率比较

图表 44：各类疫苗费用率比较



来源：中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

国际化合作及并购积极推进，外延战略打开长期成长空间

- 从国际化及并购整合的角度上，中牧股份当前在国际化合作宠物领域、疫苗技术引进、并购饲料及疫苗标的上积极寻求外延落地，在未来新领域布局长期成长点。
- 国际化合作宠物领域：我们认为中牧与英特威（默沙东动保）合作后，中国宠物疫苗有望迎来研发生产本地化零的突破。未来国内宠物疫苗、驱虫药等预计仍将是英特威（默沙东动保）占据半壁江山的局面，中牧有望成为宠物疫苗国产化的领军企业。
- 技术引进：公司也在积极对接海外资源，考虑通过技术引进方式提升生产工艺水平，使得产品质量接近国际一流。
- 并购饲料与疫苗标的：公司去年发行 12 亿债券，当前现金充足，未来考虑并购国内外优质疫苗及饲料标的，扩充产品线、产能及客户资源。

图表 45：几类主流宠物疫苗的质量比较

疫苗对比	英特威四联	英特威二联	硕腾五联	梅里亚
犬瘟热	10的4次方	10的5次方	10的2.5次方	10的4次方
犬细小病毒	10的7次方	10的7次方	10的7次方	10的4.9次方
犬副流感	10的5.5次方		10的5次方	10的4.7次方
犬传染性肝炎	10的4次方		10的2.9次方	10的2.5次方
疫苗安全性	可用于怀孕犬哺乳犬，偶见过敏	可用于怀孕犬哺乳犬，偶见过敏	不可用于怀孕犬哺乳犬，个别过敏	不可用于怀孕犬哺乳犬，个别过敏
毒株	毒株方面大同小异，一般都符合农业部标准，英特威细小毒c154获得专利			
有效期	24个月	24个月	18个月	24个月
免疫时效	2-3年		1年	1年
其他			含有庆大霉素	含有庆大霉素
突破自身抗体		可以突破母源抗体		

来源：中泰证券研究所

盈利预测和投资建议

盈利假设前提

- 具体业务盈利假设详见后文销售预测表，期间费用假详见下表。

图表 46：中牧股份三项期间费用假设

利润表(中式)							
中牧股份							
会计年度截止日: 12/31	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业税金及附加	12.01	12.27	12.68	23.76	28.37	34.15	40.67
占营业收入比重	0.33%	0.30%	0.30%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
销售费用	342.75	411.68	432.00	486.39	520.08	597.55	643.92
占营业收入比重	9.42%	10.20%	10.20%	12.24%	11.00%	10.50%	9.50%
管理费用	265.34	323.66	353.30	374.54	392.43	426.82	460.91
占营业收入比重	7.29%	8.02%	8.34%	9.43%	8.30%	7.50%	6.80%
财务费用	3.49	3.84	7.08	30.74	4.76	12.95	5.64
占营业收入比重	0.10%	0.10%	0.17%	0.77%	0.10%	0.23%	0.08%

来源：中泰证券研究所

盈利预测和估值

- 我们预计中牧股份 2017-2019 年分别实现销售收入 47.28 亿元、56.91 亿元、67.78 亿元，同比增长 18.98%、20.37%、19.1%，实现归属于母公司净利润 4.12 亿元、5.63 亿元、7.75 亿元，同比增长 23.1%、36.8%、37.6%，2017-2019 年对应 EPS 分别为 0.96，1.31，1.8 元。

图表 47：公司财务三张表

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,035	4,234	3,974	4,728	5,691	6,778
增长率	10.87%	4.9%	-6.1%	19.0%	20.4%	19.1%
营业成本	-3,069	-3,137	-2,806	-3,331	-3,977	-4,711
%销售收入	76.1%	74.1%	70.6%	70.5%	69.9%	69.5%
毛利	966	1,097	1,168	1,397	1,714	2,067
%销售收入	23.9%	25.9%	29.4%	29.5%	30.1%	30.5%
营业税金及附加	-12	-13	-24	-28	-34	-41
%销售收入	0.3%	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-412	-432	-486	-520	-598	-644
%销售收入	10.2%	10.2%	12.2%	11.0%	10.5%	9.5%
管理费用	-324	-353	-375	-392	-427	-461
%销售收入	8.0%	8.3%	9.4%	8.3%	7.5%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	219	299	283	456	656	921
%销售收入	5.4%	7.1%	7.1%	9.6%	11.5%	13.6%
财务费用	-4	-7	-31	-5	-13	-6
%销售收入	0.1%	0.2%	0.8%	0.1%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-6	-4	-9	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	112	36	171	70	70	70
%税前利润	33.9%	10.8%	39.9%	13.4%	9.8%	7.1%
营业利润	322	324	414	516	708	981
营业利润率	8.0%	7.7%	10.4%	10.9%	12.4%	14.5%
营业外收支	10	12	13	5	5	0
税前利润	332	336	428	521	713	981
利润率	8.2%	7.9%	10.8%	11.0%	12.5%	14.5%
所得税	-49	-55	-67	-83	-114	-157
所得税率	14.6%	16.3%	15.7%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	283	281	361	438	599	824
少数股东损益	-7	6	26	26	36	49
归属于母公司的净利润	289.98	275.67	334.42	411.78	563.18	774.87
净利率	7.2%	6.5%	8.4%	8.7%	9.9%	11.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	283	281	361	438	599	824
少数股东损益	0	0	0	26	36	49
非现金支出	148	169	189	204	234	255
非经营收益	-106	-25	-137	-54	-38	-33
营运资金变动	-39	104	221	-328	15	-62
经营活动现金净流	286	530	633	286	846	1,033
资本开支	392	342	199	303	296	103
投资	4	-7	89	0	0	0
其他	-176	225	-1,280	70	70	70
投资活动现金净流	-564	-124	-1,390	-233	-226	-33
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-45	10	1,184	1,114	0	0
其他	-245	-108	-65	-29	-37	-37
筹资活动现金净流	-290	-98	1,119	1,085	-37	-37
现金净流量	-567	309	362	1,138	583	963

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	396	703	1,066	2,178	2,725	3,639
应收款项	426	290	279	523	629	750
存货	775	694	564	593	708	839
其他流动资产	468	201	1,402	1,475	1,428	1,450
流动资产	2,066	1,889	3,310	4,769	5,490	6,678
%总资产	48.2%	43.0%	54.9%	63.0%	65.7%	71.1%
长期投资	439	452	582	582	582	582
固定投资	1,351	1,560	1,562	1,642	1,679	1,501
%总资产	31.5%	35.5%	25.9%	21.7%	20.1%	16.0%
无形资产	370	433	514	544	578	609
非流动资产	2,221	2,502	2,720	2,830	2,902	2,754
%总资产	51.8%	57.0%	45.1%	37.4%	34.7%	29.3%
资产总计	4,287	4,390	6,031	7,565	8,353	9,387
短期借款	20	34	75	0	0	0
应付款项	891	803	811	813	966	1,135
其他流动负债	153	153	208	217	254	295
流动负债	1,064	990	1,094	1,030	1,219	1,430
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	26	1,223	2,412	2,412	2,412
负债	1,092	1,016	2,317	3,442	3,631	3,842
普通股股东权益	2,855	3,036	3,348	3,760	4,323	5,098
少数股东权益	321	319	337	363	398	447
负债股东权益合计	4,267	4,370	6,001	7,565	8,353	9,387
				0	0	0

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.675	0.641	0.778	0.958	1.310	1.803
每股净资产(元)	6.642	7.063	7.790	8.748	10.058	11.861
每股经营现金流(元)	0.666	1.233	1.474	0.606	1.885	2.290
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.16%	9.08%	9.99%	10.95%	13.03%	15.20%
总资产收益率	6.80%	6.31%	5.57%	5.44%	6.74%	8.25%
投入资本收益率	7.91%	11.20%	7.22%	10.23%	14.52%	20.89%
增长率						
营业总收入增长率	10.87%	4.93%	-6.15%	18.98%	20.37%	19.10%
EBIT增长率	-17.23%	36.74%	-5.42%	61.15%	43.82%	40.51%
净利润增长率	23.00%	-4.94%	21.31%	23.13%	36.77%	37.59%
总资产增长率	15.08%	2.42%	37.32%	26.01%	10.44%	12.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.3	18.9	17.6	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	74.2	85.5	81.8	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	22.6	25.9	30.9	28.0	28.0	28.0
固定资产周转天数	80.2	101.5	128.3	120.7	106.8	89.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.85%	-19.95%	5.44%	4.90%	-7.31%	-22.70%
EBIT利息保障倍数	56.9	42.2	9.2	95.7	50.7	163.4
资产负债率	25.58%	23.25%	38.61%	45.51%	43.48%	40.93%

来源: 中泰证券研究所

合理价格: 33.6 元

- 相对估值: 33.6 元。我们参考其他兽药企业估值 (2017 年 18-70XPE, 均值 36 倍)、目前行业景气度和公司在行业中所处地位与展望, 参照公司持续成长性, 给与公司 2017 年业绩对应估值 35 倍, 总目标市值 144 亿, 目标价 33.6 元。

图表 48: 动物保健行业 PE

代码	名称	子行业	股价	股本	市值	净利润 (亿元)			EPS(元)			PE		
			(元)	(亿股)	(亿元)	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
600201.sh	生物股份	动物保健 II	34.61	6.13	212.21	6.45	9.04	11.76	1.05	1.47	1.92	32.90	23.47	18.05
300119.sz	瑞普生物	动物保健 II	14.91	4.04	60.31	1.33	1.80	2.50	0.33	0.45	0.62	45.35	33.51	24.12
603718.sh	海利生物	动物保健 II	14.53	6.44	93.57	0.85	1.30	2.20	0.13	0.20	0.34	110.09	71.98	42.53
603566.sh	普莱柯	动物保健 II	25.60	3.24	82.88	1.88	2.64	3.80	0.58	0.82	1.17	44.08	31.39	21.81
002100.sz	天康生物	动物保健 II	8.58	9.63	82.66	3.93	4.42	4.94	0.41	0.46	0.51	21.03	18.70	16.73
	均值											52.85	36.71	24.74

来源: 中泰证券研究所

风险提示

- 新型畜禽疫病公司现有产品无法应对导致销售下滑的风险；
- 市场导向的兽药销售开拓竞争激烈导致市场占有率未达目标的风险；
- 行业内产品技术突破速度快，公司丧失现有产品技术优势的风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。