

2020年11月25日

证券研究报告·公司研究报告

中牧股份(600195) 农林牧渔

买入(维持)

当前价: 13.36元

目标价: 18.55元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 养殖回暖正当时, 动保龙头或将受益

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 公司作为动保领先者将把握养殖后周期机遇。1) 非洲猪瘟后, 生猪存栏量自去年年底开始恢复且持续上涨, 预计未来两年内猪用疫苗需求存在25%-50%的扩张; 2) 养殖结构倾向规模化, 将带动市场苗渗透率提高, 公司或可利用下游规模厂采购一致性, 发挥核心产品口蹄疫疫苗竞争优势, 带动其他产品销量提升, 整体业绩可期; 3) 公司口蹄疫疫苗政采苗市占率居首位, 市场苗在非洲猪瘟期间市占率快速提升, 下游市场对产品评价高, 未来市占率有望进一步扩大。
- **生猪养殖整体景气度提升, 作为下游产业带动动物保健行业市场规模扩张。** 自2018-2019年非洲猪瘟疫情严重打击后, 生猪与能繁母猪存栏量一路走低, 两者分别在2019年11月、12月停止减少, 实现环比增长0.6%、2%, 截至三季度末, 我国生猪存栏量恢复至3.7亿头, 同比增加21%, 能繁母猪存栏量达3822万头, 同比增长28%, 后者已恢复至非洲猪瘟爆发前的正常水平。另一方面规模化养殖场占比迅速提升, 主要原因有二, 一为政府对于养殖场环保要求的提高, 二为非洲猪瘟以及新冠疫情使散户遭受打击而无法迅速参与后续补栏行动中。规模化养殖场更注重防疫, 且一站式采购将为龙头企业带来新的机遇。
- **公司生物制品板块市场占有率领先。** 2019年公司生物制品业务实现利润6亿, 占总利润的54.2%。产品主要可分为猪用疫苗以及禽用疫苗。猪用口蹄疫中政采苗市占率达25%, 位列行业第一, 市场苗占有率靠前, 且公司采取“一户一策”营销策略, 注重渠道推广, 未来市场苗份额有望进一步提升; 产品知名度高, 新上市的OA二价苗市场反馈良好。禽流感疫苗销售量居市场前三。目前生猪养殖行业景气度高, 处于从非洲猪瘟影响中迅速恢复的阶段, 预计今年年底生猪存栏量有望实现同比增长28%达到4亿头左右, 而禽类出栏量保持平稳缓慢增长, 预计速率维持在6%, 二者皆为公司未来业绩增长提供有力支撑。
- **强免疫加速市场化, 行业有望扩容, 公司有望进一步抢占市场。** 农业部发布关于深入推进动物疫病强制免疫补助政策实施机制改革的通知, 明确2020-2021年将在河北、吉林、浙江等10省推进“先打后补”政策试点, 2022年推广至全国规模养殖场, 2025年逐步全面取消政采苗。2019年政采苗销售额为45亿元左右, 其中口蹄疫占13.6亿, 禽流感疫苗招标18.6亿元。随着“先打后补”政策推开, 市场空间有望迎来扩容。公司有望凭借产品质量、性价比、综合服务等优势进一步提升市占率, 带动业绩提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为0.59元、0.53元、0.59元, 对应动态PE分别为23/25/23倍。参考同行业2021年平均PE为35倍, 给予公司2021年35倍PE, 目标价18.55元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 生猪养殖恢复进度或不及预期; 非洲猪瘟疫情或有反弹; 市场销售情况不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4117.72	4663.52	5279.05	5835.14
增长率	-7.14%	13.25%	13.20%	10.53%
归属母公司净利润(百万元)	255.52	595.36	534.88	601.95
增长率	-38.52%	133.00%	-10.16%	12.54%
每股收益EPS(元)	0.25	0.59	0.53	0.59
净资产收益率ROE	6.27%	12.93%	10.63%	10.86%
PE	53	22.8	25.4	22.5
PB	3.29	2.93	2.68	2.45

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

邮箱: xuq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.16
流通A股(亿股)	10.16
52周内股价区间(元)	10.59-20.51
总市值(亿元)	135.69
总资产(亿元)	64.42
每股净资产(元)	4.48

### 相关研究

1. 中牧股份(600195): 业绩持续增长, 公司进入成长通道 (2020-11-01)
2. 中牧股份(600195): 业绩持续高增长, 下半年继续攀高 (2020-08-24)
3. 中牧股份(600195): 业绩超预期, 拐点向上如期而至 (2020-04-30)
4. 中牧股份(600195): 业绩拐点已现, 未来市占率稳步提升 (2020-04-21)

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司概况：动物保健行业领先者</b>	<b>1</b>
<b>2 行业分析：下游养殖业景气度高，动保产品需求增加</b>	<b>2</b>
2.1 行业集中度有望提升，猪用生物制品保持占比靠前	2
2.2 生猪养殖市场回温，疫苗需求随存栏量提升	4
2.3 规模化养殖迅速发展，疫苗产业从中受益	7
2.4 结合蓝耳防疫经验，非瘟疫苗或带来机遇	10
<b>3 公司分析：稳固行业领军地位，积极改革创新</b>	<b>11</b>
3.1 口蹄疫疫苗行业壁垒高，公司市场占有率领先	11
3.2 保持禽用疫苗领先地位，业绩将实现稳步增长	14
3.3 “禁抗”政策推动兽药转型，饲料业务调整结构稳健经营	16
3.4 畜牧健康领域国家队，深入改革整体向市场化发展	18
3.5 产品矩阵提供便利，研发销售相辅相成	20
3.6 探索宠物行业，提高市场竞争力	21
<b>4 财务分析：营收行业领先，盈利空间可进一步提升</b>	<b>22</b>
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图 目 录

图 1: 公司 2019 年主营业务收入结构 (按产品分)	1
图 2: 公司 2019 年主营业务利润结构 (按产品分)	1
图 3: 公司 2010 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2010 年以来归母净利润及增速	1
图 5: 公司近年各项费用率 (%)	2
图 6: 公司近年细分领域毛利率 (%)	2
图 7: 全球兽药及生物制品销售量	3
图 8: 我国兽药及生物制品销售量	3
图 9: 2013-2017 我国兽用生物制品结构	4
图 10: 2019 年兽用生物制品结构	4
图 11: 自 2018 年起生猪存栏量月环比变动	5
图 12: 自 2018 年起能繁母猪存栏量月环比变动	5
图 13: 2018-2020 年 8 月单头猪盈利预期 (元/头)	5
图 14: 2018-2020 年 8 月生猪出场价走势 (元/千克)	5
图 15: 2018-2020 年仔猪价格走势	6
图 16: 2018-2020 年二元母猪价格走势	6
图 17: 2019 年龙头养殖企业生产性生物资产变动情况	6
图 18: 截止 2019 年全球非瘟分布情况	8
图 19: 2015 年来我国生猪存栏量及同比变化	8
图 20: 2015 年来我国生猪出栏量及同比变化	8
图 21: 不同规模生猪养殖场占比	9
图 22: 上市猪企生猪存栏量及市场占比情况	9
图 23: 2019 年 6 月至今上市猪企生猪出栏量 (万头)	9
图 24: 非洲猪瘟病毒结构图	10
图 25: 非洲猪瘟与常见传染病直径对比	10
图 26: 口蹄疫政采苗市场结构	13
图 27: 我国禽肉产量及同比变化	15
图 28: 我国家禽出栏量及同比变化	15
图 29: 公司禽苗营业收入 (万元)	15
图 30: 公司禽苗营业净利润 (万元)	15
图 31: 公司兽用化药营业收入及变化	17
图 32: 公司兽用化药营业成本及变化	17
图 33: 全国饲料总产量 (万吨)	18
图 34: 公司饲料营业收入及利润 (亿元)	18
图 35: 中牧股份股权结构	19
图 36: 2012-2020H1 中牧营业收入及变化	19
图 37: 2012-2020H1 中牧营业利润及变化	19
图 38: 公司研发费用及研发费用率	21
图 39: 宠物行业收入及同比变化率	22

图 40: 宠物医疗市场规模及同比变化 .....	22
图 41: 同行业公司 2016-2019 营业收入 (亿元) .....	23
图 42: 同行业 2016-2019 毛利率情况 .....	23
图 43: 同行业公司 2016-2019 年 ROE 水平 .....	23
图 44: 同行业公司 2016-2019 年资产负债率情况 .....	23

## 表 目 录

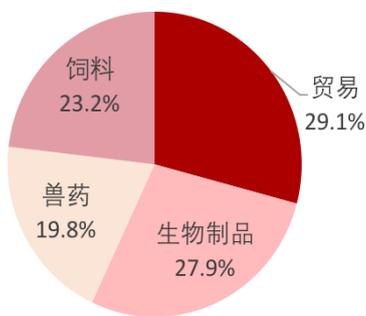
表 1: 近期兽用生物制品相关政策 .....	3
表 2: 畜禽养殖环保政策要求 .....	7
表 3: 我国非洲猪瘟疫苗研制过程 .....	10
表 4: 不同种类口蹄疫疫苗对比 .....	12
表 5: 八家拥有口蹄疫生产资质的企业及主要产品 .....	12
表 6: 11 家拥有禽流感疫苗生产资质的企业以及产品种类 .....	14
表 7: 关于“禁抗”、“限抗”相关政策 .....	16
表 8: 公司不同板块主要产品 .....	20
表 9: 分业务收入及毛利率 .....	24
表 10: 可比公司估值 .....	25
附表: 财务预测与估值 .....	26

## 1 公司概况：动物保健行业领先者

中牧股份于1998年成立，以动物保健品、动物营养品的研发、生产、销售、服务为核心业务，是高致病性禽流感、口蹄疫等重大动物疫病疫苗定点生产企业，也是中国兽药行业和中国饲料行业的骨干生产企业。公司拥有丰富的生产和销售经验，研发生产800余个产品。其中，重大动物疫病疫苗、复合维生素添加剂等主要产品的市场占有率位居行业前茅，为保障我国重大动物疫病防控和畜牧食品安全持续发挥重要作用。

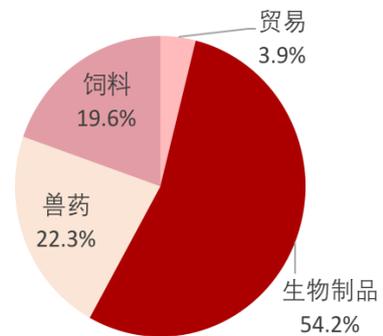
**公司主营业务结构：**公司收入来源为农业，2019年营业收入为41.2亿元。四大业务分布均匀，其中生物制品占比27.9%，贡献毛利6亿元，毛利率达53%。兽药创营业收入占比为19.8%，贸易类占比29.1%。2019年公司实现营业利润11.1亿元，生物制品占比达54.2%，其次为兽药，占比22.3%，贸易仅占比3.9%。

图1：公司2019年主营业务收入结构（按产品分）



数据来源：Choice，西南证券整理

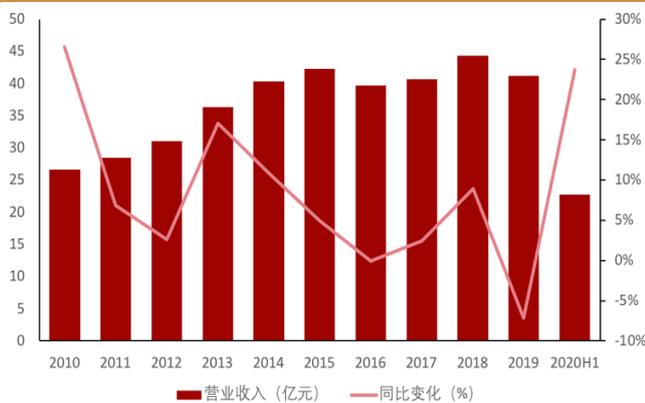
图2：公司2019年主营业务利润结构（按产品分）



数据来源：Choice，西南证券整理

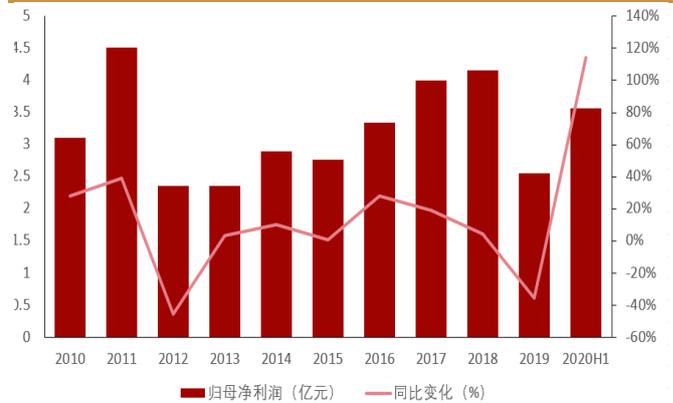
**公司业绩状况：**截止2020年上半年，公司实现营业收入22.7亿元，同比上涨23.7%，实现利润总额4.3亿元，同比上升114%，主要因其减持部分金达威股票，获得投资收益1.4亿元。扣非后归母净利润2.3亿元，同比增涨44.5%。2019年度营业收入及净利润皆存在下降，主要是受非洲猪瘟的影响，2020年上半年业绩回升受益于养殖行业整体回暖。

图3：公司2010年以来营业收入及增速

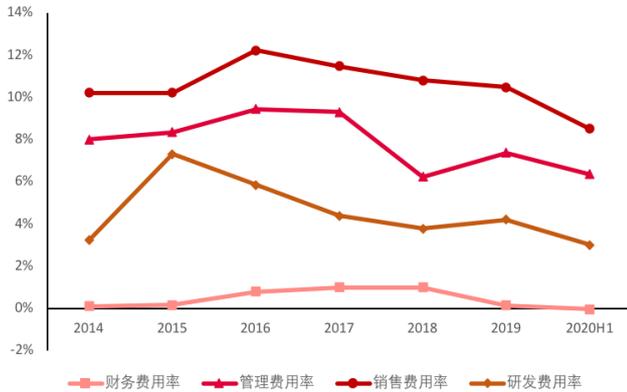


数据来源：Choice，西南证券整理

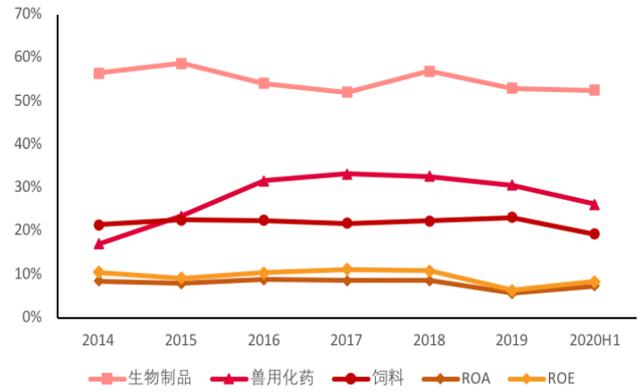
图4：公司2010年以来归母净利润及增速



数据来源：Choice，西南证券整理

**图 5: 公司近年各项费用率 (%)**


数据来源: Choice, 西南证券整理

**图 6: 公司近年细分领域毛利率 (%)**


数据来源: Choice, 西南证券整理

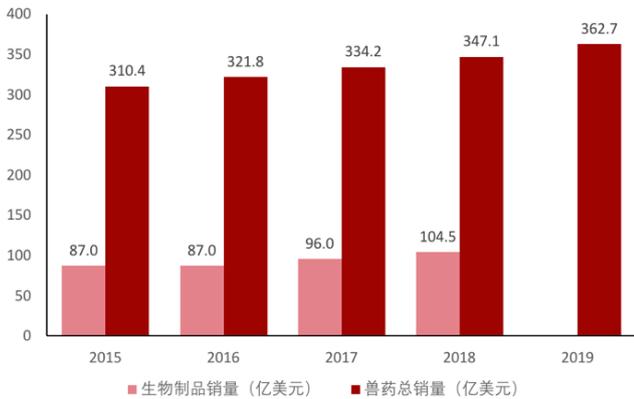
公司各项业务产品处于积极布局市场渠道的过程中, 相关支出较多, 因而销售费用率较高, 维持在 10% 左右。2020 年半年报显示研发费用率为 3%, 管理费用率为 6.3%, 销售费用率为 8.5%, 三者相较于去年皆有小幅下降, 但整体平稳。生物制品毛利率最高, 2020 年上半年达到 52.5%, 兽用化药以 26% 维持在第二。公司 ROE、ROA 总体较为平稳, 2019 年受非洲猪瘟影响水平不及往年, 但 2020 年上半年恢复至 8.3%、7.3%。

## 2 行业分析: 下游养殖业景气度高, 动保产品需求增加

### 2.1 行业集中度有望提升, 猪用生物制品保持占比靠前

全球兽药市场趋于成熟。2019 年全球兽药发展规模达 362.7 亿美元, 截止最新数据, 2018 年生物制品全球销售额达 104.5 亿美元, 占同年兽药总销售额的 30.1%。化药占比达 58%, 销售额约为 200 亿美元。2010-2019 年, 全球兽用生物制品发展规模呈现稳步上升趋势, 年复合增长率为 3.7%, 以此计算预估 2020 年全球兽药销量约为 376.1 亿美元。世界市场行业集中度不断提升, 进入稳定发展时期。

我国兽药行业近年存在小幅波动, 行业集中度存在提高空间。兽药可细分为生物制剂、化学制剂、原料药、中药四个子类。我国 2019 年兽药销售量达 441 亿元 (折合约 63.7 亿美元), 其中生物制品销量为 128.5 亿元, 占比 29.1%, 化学制剂占比 38.7%, 销售收入为 170.7 亿元。整体态势虽存在小幅波动但走势向上, 2019 年销售较 2018 年有小幅下降, 但幅度小于 2018 年, 主要原因可能在于非洲猪瘟的爆发使得养猪行业面临困境, 致使猪用兽药销售大幅度下滑。现我国非瘟得到有效控制, 预计 2020 年整体销量有所回升。《兽药产业发展报告》中的数据显示, 截止 2017 年, 兽药行业国内前十名企业销售额总计为 174.2 亿元, CR10 为 36%, 生物制品类 CR10 为 56.3%, 而从全球指标看, 早在 2011 年全球动物保健市场 CR5 就已超过 60%, 我国兽药市场行业集中度有望进一步提升。

**图 7：全球兽药及生物制品销售量**


数据来源：国际动保联盟，西南证券整理

**图 8：我国兽药及生物制品销售量**


数据来源：兽药产业发展报告，西南证券整理

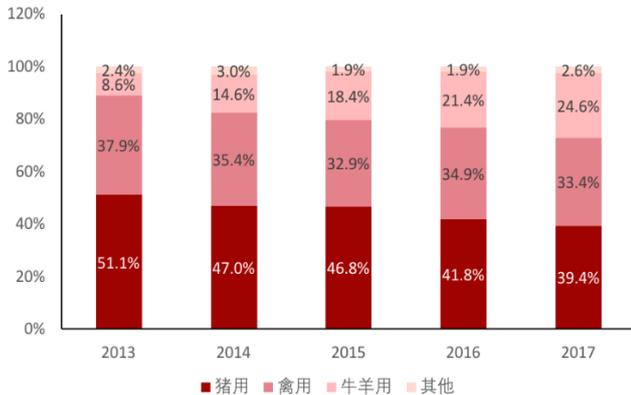
我国兽用生物制品发展起步较晚，其格局由 2000 年前的计划经济管理模式，到国有企业体制改革后的迅速发展，国家对兽用生物药品市场的重视程度逐步提升。同时人们对于食品安全关注度加大，防疫意识不断提高，国家以及相关部门也相继出台一系列的产业规划，及时修改完善政策规定，以保证行业发展的有序性。

**表 1：近期兽用生物制品相关政策**

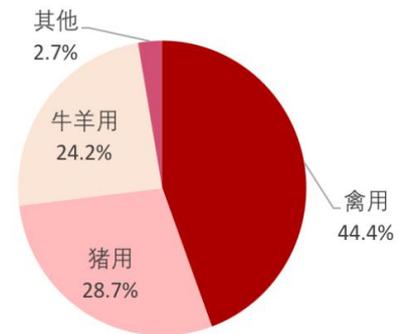
时间	政策	重点内容
2017.05	《动物疫病防控财政支持政策 实时指导意见》	针对强制免疫补助、强制扑杀补助、养殖环节无害化处理补助三项内容进行规定。
2019.01	《2019 国家动物免疫病强制免疫 计划》	详细规定了强制免疫疫病的种类、免疫要求、免疫动物种类及区域、疫苗种类以及经费预算等。
2019.01	《2019 年畜牧兽医工作要点》	做好非洲猪瘟防控工作，建立从养殖到屠宰的全线兽医卫生风险控制体系；着力提升动物疾病防控能力。
2020.02	《2020 年畜牧兽医工作要点》	加快生猪生产恢复发展，持续抓好非洲猪瘟防控；确保完成畜禽养殖废弃物资源化利用任务；推进畜牧业转型升级；加强动物防疫体系建设，加强卫生监督以及疾病预防控制机构的建设。
2020.05	《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》	硬件方面，提高净化要求和特殊兽药品种生产设施要求。参考欧盟和我国药品生产质量管理规范对无菌制剂空气洁净度级别的要求；企业生物安全控制要求，确保生物安全。对兽用生物制品生产、检验中涉及生物安全风险的厂房、设施设备以及废弃物、活毒废水和排放空气的处理等，进一步提出了严格要求。
2020.05	《兽用生物制品经营管理办法（修 订草案征求意见稿）》	放开国家强制免疫用生物制品经营，实施“先打后补”政策后，养殖场（户）需要方便、及时地购买到强制免疫用生物制品；优化兽用生物制品经销机制。允许两级经营，一级经销商可向二级经销商销售兽用生物制品，一级经销商和二级经销商均可向养殖场（户）销售兽用生物制品。通过拓宽二级经销商覆盖范围，方便养殖场（户）就近购买所需的兽用生物制品；增加冷链贮存运输和追溯管理要求，要求生产、经营企业建立冷链贮存运输制度，自行配送或委托配送时，均应确保兽用生物制品处于规定的温度环境。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

依据受用对象分类，我国兽用生物制品可分为猪用、牛羊用、禽用以及宠物用。2019年，猪用生物制品占有所有兽用生物制品销量的 28.7%，禽用规模占比 44.4%。2018 年，猪用、禽用占比分别为 40.1%、33.1%，在此之前猪用类均为我国占比第一，2019 年下滑是猪类养殖行业整体不景气造成。

**图 9：2013-2017 我国兽用生物制品结构**


数据来源：国际动保联盟，西南证券整理

**图 10：2019 年兽用生物制品结构**


数据来源：兽药产业发展报告，西南证券整理

但即使生猪存栏降低，猪肉价格上升，2019 年中国猪肉消费量仍稳居世界第一，生猪产量达 4.4 亿头，占全球总量的 42.7%，我国对猪肉消费量要求庞大，猪类养殖在我国畜牧养殖行业占比高，因此着重分析猪类养殖行业将对兽用生物制品产生指引作用。

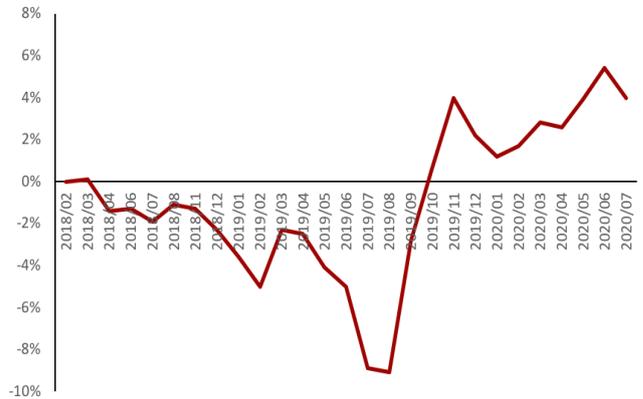
我国猪用疫苗近 20 年来的发展可分为四个阶段。2000 年-2006 年，生猪养殖开始向规模化和集约化发展，此阶段目标疫病主要为猪瘟、伪狂、支气管炎等，但免疫效果不高，且 2005 年口蹄疫开始大规模临床使用；第二阶段为 2007 年-2010 年，此期间猪瘟、高致病性猪蓝耳病成为强制免疫疫病，同时规模化养殖持续推进；2010 年-2016 年为第三阶段，七年内生猪养殖规模放缓，猪瘟、口蹄疫、圆环等技术工艺趋于成熟，免疫率增加，疫苗单位价格上升。2017 年至今，生猪养殖遭受了非洲猪瘟与新冠疫情的双重打击，猪用疫苗市场的增长也随之止步，现阶段非瘟疫苗正在临床试验中，未来也将随着非瘟得到控制以及养猪行业回暖，而拥有良好的前景。在经历此次非瘟影响后，养殖户的防疫意识得到提高，未来针对各类疾病的疫苗销量也会因此而上升。

## 2.2 生猪养殖市场回温，疫苗需求随存栏量提升

受非洲猪瘟以及新冠疫情影响，生猪存栏量以及出栏量大幅降低。自 2018 年起生猪存栏量与能繁母猪存栏量均大幅减少，月环比变动幅度在 2019 年 8 月达到 -9.8%、-9.1%，当期数据显示生猪与能繁母猪存栏量同比变化 -38.7%、-37.4%。2019 年 11 月，能繁母猪存栏量首次实现环比增加 0.6%，而后在 12 月，生猪存栏量也首次实现环比增长 2%。国家统计局公布数据显示，截至三季度末，我国生猪存栏量达 37039 万头，同比增长 20.7%，能繁母猪存栏 3822 万头，同比增长 28%，能繁母猪已初步恢复至非洲猪瘟爆发前的水平。

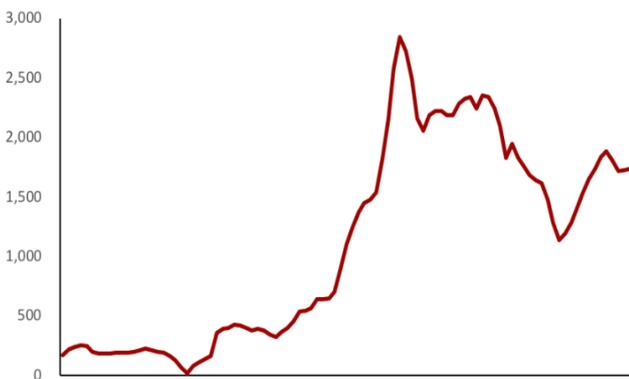
**图 11: 自 2018 年起生猪存栏量月环比变动**


数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

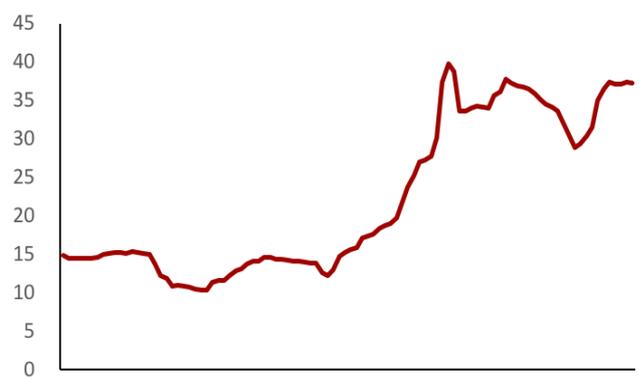
**图 12: 自 2018 年起能繁母猪存栏量月环比变动**


数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

**猪肉价格回落, 但养殖补栏将持续。**随着生猪与能繁母猪存栏量的提升, 市场的猪肉价格得到有效控制, 并且我国非瘟疫情现控制情况良好, 市场整体应处于稳定小幅回升的状态。最新预估数据显示现生猪养殖利润约为 1715 元/头, 相较于 2019 年 10 月底达到的峰值 2841 元/头, 回落了 1126 元, 降幅达 40%。但整体相较于 2018 年不足千元的盈利预计, 仍是处于高位。生猪出场价格截止 8 月 20 日统计结果, 为 33.2 元/千克, 相较于 2018-2019 整体平均在 13 元/千克左右的价格, 存在 20 元的单价差异, 可判断现阶段猪肉价格仍处于高位。结合猪肉价格高位, 盈利预期回调, 但两者仍皆处于高位的情况分析, 未来养猪行业仍将补栏, 但速度放缓, 逐渐趋于饱和。

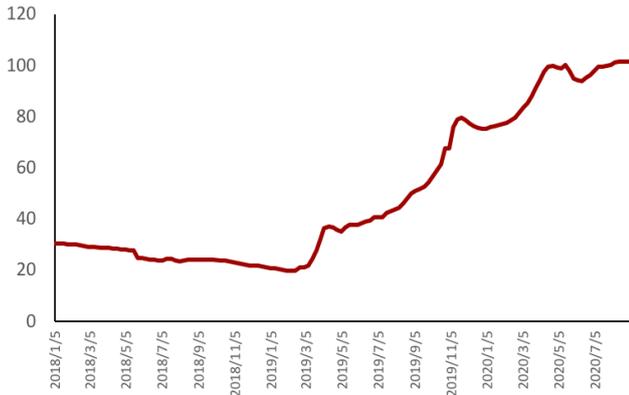
**图 13: 2018-2020 年 8 月单头猪盈利预期 (元/头)**


数据来源: choice, 西南证券整理。注: 自 2018 年 1 月 3 日起每周更新盈利预期

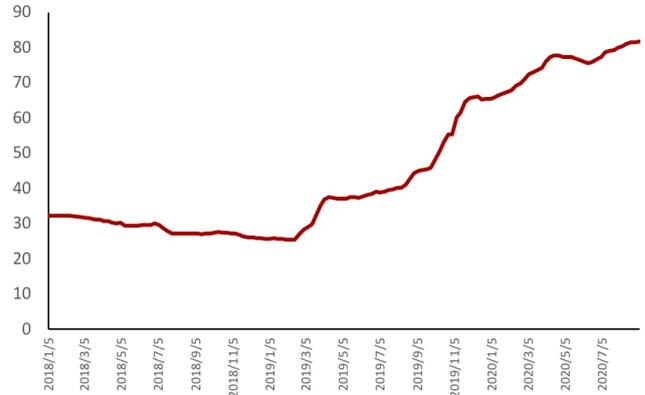
**图 14: 2018-2020 年 8 月生猪出场价走势 (元/千克)**


数据来源: choice, 西南证券整理

**结合仔猪与二元母猪的价格走势分析, 养殖户补栏热情维持高位。**市场上养殖散户进行补栏时选择仔猪, 据统计显示 2020 年 9 月, 仔猪平均价格为 101.4 元/公斤, 自 2019 年下半年以来持续攀升, 上浮接近五倍, 且现阶段仍维持在较高水平。而企业养殖在补栏时通常选择二元母猪, 2020 年九月, 二元母猪的价格为 81.7 元/公斤, 相较于 2019 年 6 月价格接近翻倍。价格体现出仔猪与二元母猪的需求现仍较为旺盛, 但短期内增速放缓。

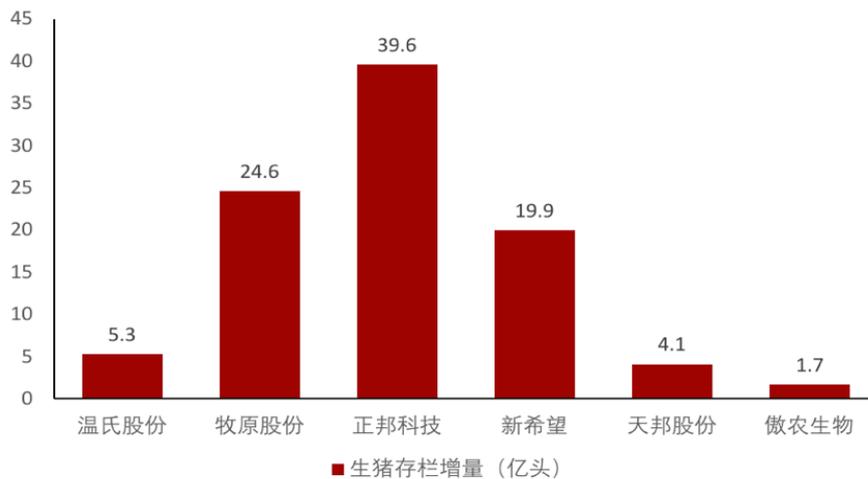
**图 15: 2018-2020 年仔猪价格走势**


数据来源: choice, 西南证券整理

**图 16: 2018-2020 年二元母猪价格走势**


数据来源: choice, 西南证券整理

补栏参与者主要为上市公司, 规模养殖户。根据上市公司年报反应, 2019 年猪类养殖大型企业生产性生物资产相较于 2018 年均存在增长, 增长数额最高可达 40 亿而增长幅度最高达 400%。预计 2020 年仍有提升, 但数量与幅度会有所下降。

**图 17: 2019 年龙头养殖企业生产性生物资产变动情况**


数据来源: choice, 西南证券整理

生猪养殖作为疫苗的下游行业, 出栏量与存栏量的提升, 预示着猪用疫苗的需求量扩大。2019 年全年的猪用疫苗收入为 108.4 亿元, 假设疫苗价格维持稳定, 考虑生猪养殖行情向好, 保守估计生猪、能繁母猪存栏月环比增速 2%、1%, 按照最新数据 2020 年 6 月生猪、能繁母猪存栏量分别为 3.2 亿头、3600 万头, 预计今年年底存栏量变为 3.8 亿头、3800 万头, 整体相较于 2019 年底增长 25%, 测算猪用疫苗收入增长 27 亿, 达 135 亿元; 若乐观估计生猪、能繁母猪存栏增速为 4%、2%, 类似计算整体增长 47%, 猪用疫苗收入增长 50 亿元, 达 158 亿。若考虑规模化养殖选用市场苗的价格更高, 则收入提升会更多。

## 2.3 规模化养殖迅速发展，疫苗产业从中受益

政府强调环保要求，散户养殖难以满足条件。一直以来，我国的生猪养殖行业以小型养殖为主。按照中国每年出栏 6 亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有 12 亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。但自 2014 年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不离开市场。

表 2：畜禽养殖环保政策要求

时间	政策	重点内容
2014.01	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确畜禽养殖应考虑到环境承载力，对畜禽养殖污染防治提出要求，科学确定养殖品种、规模、总量，明确禁养区划分标准、以及激励和处罚内容。
2015.01	《环保法》	进一步明确畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律、法规规定。
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定畜禽养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产区制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《“十三五”生态环境保护规划》	要求 2017 年年底以前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。

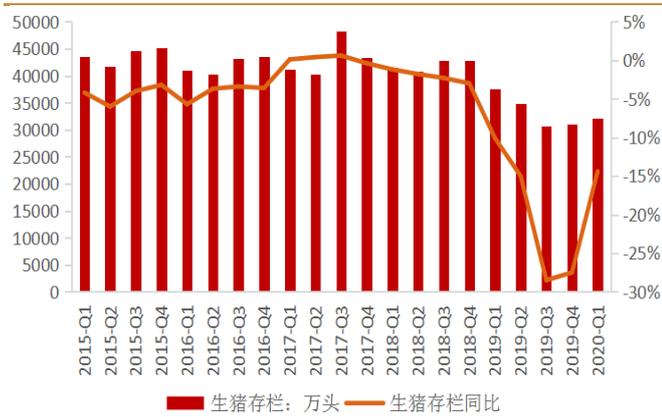
数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

受非洲猪瘟以及年初新冠疫情双重打击，散户退出市场，规模化发展更进一步。1921 年非洲猪瘟首次出现在肯尼亚，是一种高致死性传染病。2017 年该病毒传入俄罗斯，2018 年 8 月首次出现在中国并在一个月时间内蔓延到全国各地，截止 2019 年 4 月，我国共发生猪瘟 129 起，扑杀生猪 102 万头。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到 100%，目前还没有可用于预防和治疗的疫苗，因此对防控工作要求很高。按照中国大陆相关法律法规，当确认非洲猪瘟的案例时，一般进行三项措施：扑杀、无害化处理、疫区建立与管理。2018 年 9 月农业农村部与财政部联合印发《关于做好非洲猪瘟强制扑杀补助工作的通知》中提到，为农户及地方不瞒报可能存在的疫情，对扑杀动物进行 1200 元/头的补偿。截止 2019 年 9 月非洲猪瘟共计造成我国近 1 万亿元经济损失。

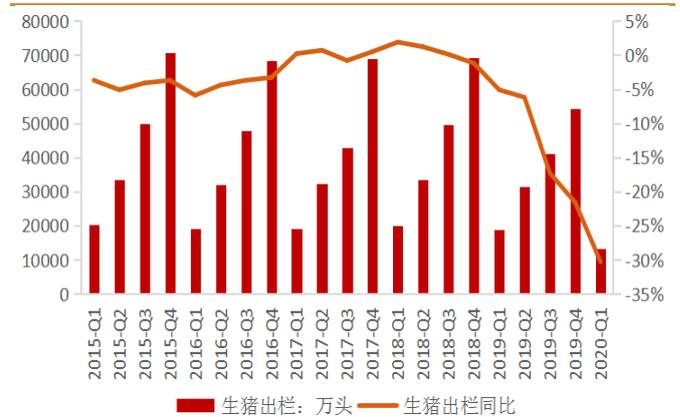
**图 18: 截止 2019 年全球非瘟分布情况**


数据来源: 维基百科, 西南证券整理

《2019 年国民经济和社会发展统计公报》显示, 受非洲猪瘟的影响 2019 年末, 我国生猪存栏 31041 万头, 下降 27.5%; 生猪出栏 54419 万头, 下降 21.6%; 全年猪肉产量 4255 万吨, 下降 21.3%。

**图 19: 2015 年来我国生猪存栏量及同比变化**


数据来源: choice, 西南证券整理

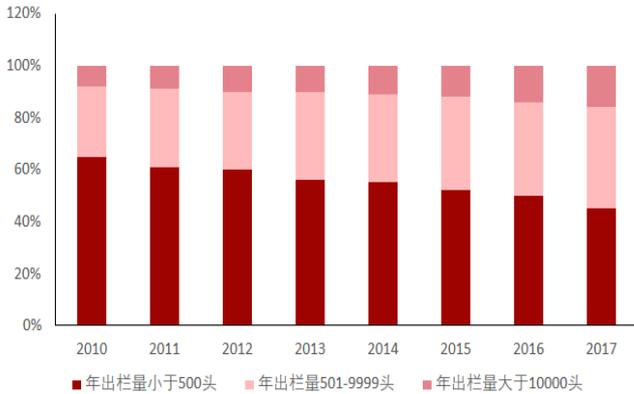
**图 20: 2015 年来我国生猪出栏量及同比变化**


数据来源: choice, 西南证券整理

**龙头企业规模养殖, 防控能力较强。**据中国产业信息网数据显示, 年产 500 头以上的规模养殖发生非洲猪瘟场点占比不足 10%, 而年产 500 头以下的散户发生非洲猪瘟的场点占比达 30%。今年年初为防控新冠疫情采取的停工停产措施, 致使饲料价格上升, 生猪运输困难, 最终降价处理, 入不敷出。散户在此双重打击之下, 退出市场, 数量降低。

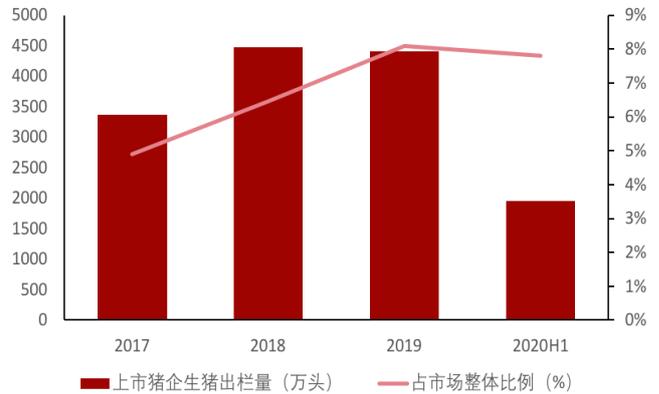
自 2015 年至 2019 年的五年内, 中大型规模化养殖场的占比由 45% 上升至 62%, 比例快速提升主要原因在于, 一方面散户减少使得猪类养殖场总数由 5000 万减少至 2600 万户, 另一方面年出栏达 5 万头的大规模养殖场上升趋势明显, 由 200 户左右上升至 450 户左右。而未来, 行业集中度有望进一步提升, 在 2017 年我国生猪养殖行业 CR10 仅为 6.9%, 参照美国等成熟市场, 仍有发展空间。2017 年至 2020 年上半年, 生猪出栏量较大的八家上市养殖公司 (温氏股份、牧原股份、正邦科技、新希望、天邦股份、中粮肉食、大北农和傲农生物) 占总生猪出栏量的比例有所提升, 达到 8% 左右。

图 21: 不同规模生猪养殖场占比



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

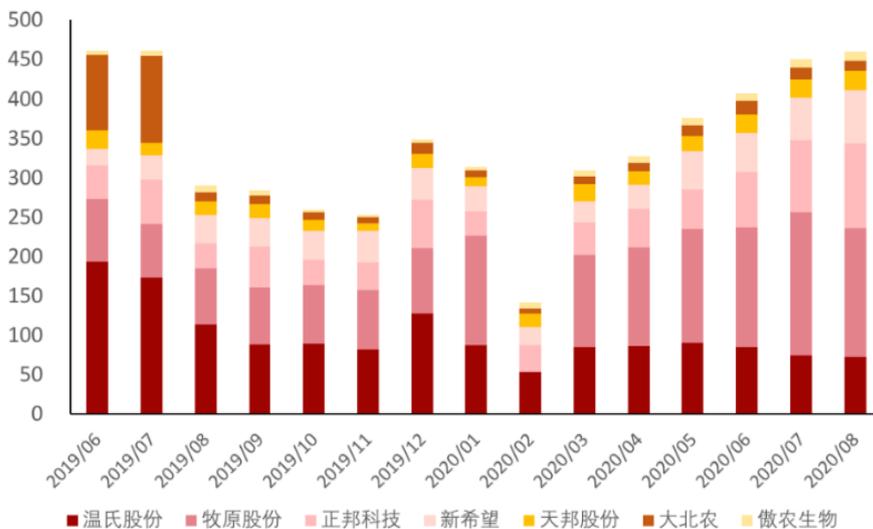
图 22: 上市猪企生猪存栏量及市场占比情况



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

上市生猪养殖企业生猪出栏量分别在 2019 年 8 月以及 2020 年 2 月大幅下跌, 可归结于两次疫情的影响。在 2019 年 11 月全国生猪与母猪存栏量上升后, 12 月的生猪出栏量提升, 而随着新冠疫情得到控制, 生猪出栏量恢复速度快, 今年 8 月整体达到 461 万头, 适应市场能力明显强于散户养殖, 规模化养殖稳定性优势有所体现。

图 23: 2019 年 6 月至今上市猪企生猪出栏量 (万头)



数据来源: choice, 西南证券整理

规模化养殖场更注重防疫, 未来疫苗销售额将有提升。截止 2018 年统计数据显示, 规模养殖生猪头均医疗防疫费为 20.2 元, 较去年增长 2.1%, 占直接成本的比重约为 1.3%, 而散户养殖生猪头均防疫费用为 15.8 元, 较去年降低 4%, 占直接成本比重为 0.8%。根据上市公司年报, 不同的大型养猪场防疫费用占直接成本比例波动幅度较小, 最低 5% 左右, 最高可达 10%。在政府支持猪类养殖产业规模化的背景下, 猪类健康更有保证, 整体医疗防疫费用有所提升, 猪用疫苗市场受此影响, 未来销量将有所增加。

## 2.4 结合蓝耳防疫经验，非瘟疫苗或带来机遇

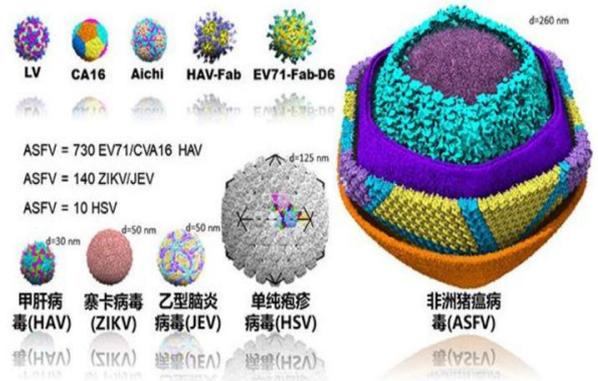
非洲猪瘟病毒 (ASFV) 是一种双链大 DNA 病毒，针对这一病毒的疫苗研发从 1960 年开始，已接近 60 年，但并未取得较大进展，至今仍缺乏有效抑制其传播的手段。非瘟病毒结构复杂，目前有 24 个基因型，病毒编码超过 150 种蛋白，而其中许多蛋白的功能尚不明确。病毒细胞拥有复杂的 5 层 (外膜、衣壳、双层内膜、核心壳层和基因组) 结构特征，保护性与变异性均很强，ASFV 作为一个复杂的病毒家族，给疫苗研究带来了挑战。

图 24: 非洲猪瘟病毒结构图



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

图 25: 非洲猪瘟与常见传染病直径对比



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

早在非洲猪瘟疫情于我国境内爆发之前，相关科研单位就曾展开过相应的研究，进行理论、技术以及人才方面的储备。在疫情发生后，农业农村部及时发布应急预案，鼓励并支持相关实验室进行疫苗研发。

表 3: 我国非洲猪瘟疫苗研制过程

时间	进度	科研意义
2019 年 3 月	成功分离了我国第一株 ASFV 毒株 (Pig/HLJ/18)	对非洲猪瘟感染性、致病力和传播能力进行了较为系统的研究，建立动物感染模型；初步阐明我国 ASFV 流行毒株的基因组特点和进化关系。
2019 年 5 月	成功研发出两种候选疫苗	候选疫苗从安全及效率指数来看优于其他国家已经发布的相似研究成果，有待进一步的临床试验。
2019 年 8 月	《基因缺失的减毒非洲猪瘟病毒及其作为疫苗的应用》专利申请公布	该发明采用非洲猪瘟中国流行毒株 Pig/CN/HLJ/2018，经基因工程技术，将非洲猪瘟病毒的毒力基因缺失，获得 MGF360-505R 缺失和 CD2 与 MGF360-505R 联合缺失的基因缺失病毒。这两种毒株均能提供对非洲猪瘟中国流行毒株的 100% 免疫保护，可作为安全和有效的防控中国非洲猪瘟疫情的疫苗。
2019 年 10 月	成功解析非洲猪瘟病毒结构	新鉴定出非洲猪瘟病毒多种结构蛋白，阐述了结构蛋白复杂的排列方式和相互作用模式，提出了非洲猪瘟病毒可能的组装机制，为开发效果佳、安全性高的新型非洲猪瘟疫苗奠定了坚实基础。
2020 年 3 月	成功创制非瘟疫苗	研究人员以我国第一株非洲猪瘟病毒分离株 Pig/HLJ/2018 为骨架，利用同源重组技术构建了一系列具有不同基因缺失的重组病毒。通过在猪体内进行的系统的致病力、免疫原性和免疫保护性试验，遴选出一株具有 7 个基因缺失的病毒 (HLJ/18-7GD) 符合弱毒活疫苗安全性标准，可对非洲猪瘟强毒的致死性攻击提供有效免疫保护。

数据来源: 哈尔滨兽医研究所官网, 西南证券整理

非洲猪瘟与蓝耳病疫苗研发存在多处相似，具有可比性。蓝耳病学名“猪繁殖与呼吸综合征”，是由猪蓝耳病毒（PRRSV）引起的一种繁殖障碍和呼吸道症状的动物疫病，会造成感染猪只短暂性两耳呈现蓝紫色，造成流产、弱仔、呼吸困难等症状。与非洲猪瘟病毒的相似性在于：病毒复杂、毒性强，灭活苗作用小，而活苗需要平衡有效性与安全性；变异能力强，单一毒株早期有效而后受到局限，针对性弱；实验室和小范围试验体现较高的安全性与有效性，而大规模田间试验效果未知。但相较而言非洲猪瘟病毒基因类型更复杂，且具有侵害免疫屏障，宿主免疫逃避等特点，疫苗研制更加困难。

蓝耳病于2006年5月底首次出现在我国南昌周边部分地区，有生猪出现蓝耳病的症状，随后整个江西以及华东、华南地区均出现相同症状病例，蔓延至10个省份，造成200万头以上的猪感染，30万头猪发病致死，给养猪业造成较大经济损失。截止至2007年7月底，蓝耳病蔓延至我过25个省份，发病16.5万头，死亡4.6万头，扑杀4.3万头，给生猪养殖带来挑战。

相应的疫苗于2007年4月研制成功，实验表明疫苗的攻毒保护在80%以上，且安全性有保障，随后在5月，农业部共批准中牧实业股份有限公司成都药械厂等12家兽用疫苗企业生产高致病性猪蓝耳病灭活疫苗。同年7月发病数与死亡数下降51.5%、35.9%，疫情得到有效控制。截止8月底企业共生产疫苗4.4亿毫升，向各地调拨蓝耳病疫苗3.8毫升，免疫生猪近1.5亿头。

针对非洲猪瘟的疫情，我国同样采取积极研发疫苗与鼓励恢复生猪生产并行的策略。据公开报道，哈尔滨兽医研究所完成了非洲猪瘟疫苗创制实验室研究和产业化中间试制工作，其中有一株疫苗于2019年12月批准开展环境释放实验，2020年3月获兽用生物制品临床试验批件，今年四月、五月、六月在黑龙江、河南、新疆三个养殖基地启动临床试验，目前来看进展顺利。

根据2017年欧盟发布的非洲猪瘟疫苗研制路线图，非洲猪瘟疫苗的研制大约需要8-10年，但结合蓝耳病的防疫经验，在重大疫情背景下，可能存在流程简化，控制疫情优先等考量，从而缩短疫苗生产上市的时间。假如非瘟疫苗研发成功。在生产使用的初期，预计会采用农业部统一定价、调配的政采苗形式，但后期头部企业逐渐升级工艺，推出价格更高的市场苗后，以6亿只猪为估算基础，全部使用市场苗中性的情况下，市场规模可能达到150亿。

### 3 公司分析：稳固行业领军地位，积极改革创新

自2019年至今，公司经历非洲猪瘟、抗击新冠疫情，并且受中美贸易摩擦的影响，面临了巨大的挑战。公司在压力面前充分发挥多板块协同、产品品类丰富的优势，实现稳中求进。2020年上半年年报显示，公司营业收入22.7亿元，同比增长23.7%，扣非后净利润2.3亿，同比增长44.5%，整体好于预期，且产品持续优化，企业整体推动转型升级。

#### 3.1 口蹄疫疫苗行业壁垒高，公司市场占有率领先

口蹄疫是由病毒所引起的偶蹄动物的一种急性、热性、高度接触性传染病。其症状为口腔黏膜、蹄部和乳房皮肤发生水疱。成年动物感染后可能会伴有数月无法恢复的体重减轻。口蹄疫可分为七个主型、65个以上的亚型。其中O型口蹄疫为全世界流行最广的一个血清型，我国现流行的口蹄疫主要为O型、A型。

口蹄疫疫苗作为我国猪用疫苗市场占比首位，比例达到 35%左右，比占位第二的蓝耳病疫苗高出 15%。其发展至今已有 90 余年历史，历经三个阶段：活毒疫苗、灭活疫苗和新型疫苗。目前灭活苗在我国口蹄疫疫苗中占主导地位，2016 年 8 月农业部印发的《国家口蹄疫防治计划（2016-2020 年）》中提到，近年来我国 O 型口蹄疫呈地方性流行，亚洲 I 型口蹄疫已经持续多年无疫，而 A 型口蹄疫呈零星散发态势。同时，农业部于 2018 年 1 月 2 日发布公告，自 2018 年 7 月 1 日起，在全国范围内停止亚洲 I 型口蹄疫免疫，停止生产销售含有亚洲 I 型口蹄疫病毒组分的疫苗。随着口蹄疫亚洲 I 型的退出，A 型的免疫也将铺开，由于市场缺乏猪用 A 型疫苗，因此 O-A 二价疫苗将逐渐替代 O-A-I 三价苗，成为未来市场的主流产品。

**表 4：不同种类口蹄疫疫苗对比**

疫苗种类	优点	缺点	应用情况
活毒疫苗	成本低、免疫原性好、免疫持续期久	毒力不稳定、易受干扰、免疫原性难以控制	全球应用较少，我国云南、新疆等地仍有使用
灭活疫苗	安全可靠、免疫效果好、易制成多联多价苗	热稳定性差，需要低温保存，免疫持续期短，抗病毒谱有限	我国主要的使用种类
合成肽疫苗	免疫谱广、免疫持续期长、生物安全性好、免疫副作用小	技术复杂、生产工艺要求较高	小规模使用

数据来源：新牧网，西南证券整理

口蹄疫作为我国五类强制接种免疫的疫病之一，按照销售体系可分为政府招标模式与市场直销模式。两者的市场份额接近，但因市场苗的价格为政采苗价格的数倍，所以数量上政采苗占比高。在大规模的养猪场中，通常采用政采苗与市场苗并用的方式。

**生产条件要求严格，口蹄疫疫苗行业壁垒高。**经农业部批准拥有口蹄疫疫苗生产资质的企业共有 8 家，分别为金宇保灵生物药品有限公司、中农威特生物科技股份有限公司、中牧实业股份有限公司兰州生物药厂、中普生物、天康生物股份有限公司、内蒙古必威安泰生物科技有限公司、申联生物医药（上海）、海利生物。生物安全防护共分为四个级别，从一级到四级防护级别逐渐增强。依据农业农村部规定，在 2020 年底前，生产口蹄疫疫苗的企业必须满足生物安全防护三级要求（P3），室内应处于负压状态，从而使内部气体不会泄漏到外面而造成污染，条件严格，达成的成本高，因此拥有较高的行业壁垒。

**表 5：八家拥有口蹄疫生产资质的企业及主要产品**

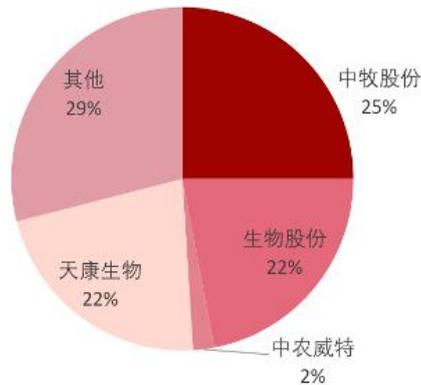
资格公司	主要产品
中牧实业	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株)；口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗(O/HB/HK/99 株+AF/72 株+Asia-1/XJ/KLMY/04 株，悬浮培养)；口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗(O/rV-1 株+A/rV-2 株)；猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)；猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗(多肽 98+93)；口蹄疫 O 型灭活疫苗(OS 株)；口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗(O/HB/HK/99 株+AF/72 株+Asia-1/XJ/KLMY/04 株)；口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/HB/HK/99 株+AF/72 株，悬浮培养)；猪口蹄疫 O 型病毒 3A3B 表位缺失灭活疫苗(O/rV-1 株)；猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗(多肽 0405+0457)
金宇保灵	猪口蹄疫 O、A 二价灭活疫苗(Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株)；猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)；口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+Re-A/WH/09 株)；口蹄疫 O 型灭活疫苗(OJMS 株)
中农威特	猪口蹄疫 O、A 二价灭活疫苗(Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株)；猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株)；口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+Re-A/WH/09 株)；口蹄疫 O 型灭活疫苗(OJMS 株)；猪口蹄疫 O 型、

资格公司	主要产品
	A 型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株); 猪口蹄疫 O 型病毒 3A3B 表位缺失灭活疫苗(O/rV-1 株); 猪口蹄疫 O 合成肽疫苗(多肽 2600+2700+2800); 猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗(多肽 2600+2700+MM13)
天康生物	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株); 猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/MYA98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株); 猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗(多肽 TC98+7309+TC07); 口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株); 猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗
中联生物	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株)猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗(多肽 2700+2800+MM13)
海利生物	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株); 口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株); 猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/MYA98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)
必威安泰	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株); 口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株)
中普生物	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株)

数据来源: 各公司官网, 西南证券整理。注: 中普生物为中牧股份与普莱科合资企业

公司保持口蹄疫政采苗市场领先地位, 并持续推进市场苗渠道。2019 年公司实现口蹄疫政采苗市场占比 25%, 在八家拥有口蹄疫疫苗生产资格的企业中位列第一, 实现政府招标总销售量 5.8 亿毫升。2019 年市场苗收入存在小幅下降, 但整体优于行业平均水平, 公司对大型集团客户“一户一策”开发效果明显, 在密集的线上宣传以及专业技术服务的推动下, 市场苗板块市场占有率稳步提升, 2020 年市场化份额有望迎来突破。两种销售渠道下, 中牧股份的市场排名均在前三, 行业地位稳定。

图 26: 口蹄疫政采苗市场结构



数据来源: choice, 西南证券整理

新型主流产品顺利推进, 抗原培养技术行业领先。2019 年公司口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗(O/rV-1 株+A/rV-2 株)新品顺利上市。同时公司主营 O 型、A 型二价标记苗定位招采苗, 在 2020 年上半年公司所有的猪用口蹄疫疫苗销量中占比超 80%, 为主流产品。在有关 FMD 抗原制备技术方面, 公司是全国唯一掌握有无血清细胞悬浮培养技术的企业。无血清培养相较于有血清培养, 减少了后期的纯化工作、后期的副反应更少, 是目前抗原制备的最佳方式。

公司产品多样,丰富的产品线更能应对市场需求变化。现已获得猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/201 株 +Re-A/WH/0 株)及猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗(多肽 PO98+PA13)两个产品批准文号。中普生物作为其控股子公司获得猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株)产品批准文号,新的疫苗产品抗原谱广、覆盖更多流行毒株,A 型采取反向遗传操作技术,保护性更强。口蹄疫疫苗系列产品将进一步丰富,更好的适应需求的变化,为养殖行业保驾护航。在国内复杂多变的口蹄疫疫情面前,市场广阔。

公司积极开拓口蹄疫疫苗出口业务,践行“一带一路”精神。我国自 2017 年 7 月停止销售生产含有亚洲 I 型口蹄疫病毒组分的疫苗,依据监管要求,2018 年,公司相关疫苗产品去除亚洲 I 型口蹄疫病毒组分后已获得新的产品批准文号。我国周边以及“一带一路”沿线国家,主要流行 O、A、亚洲 I 型口蹄疫,巴基斯坦疫情较为严重且只允许使用三价疫苗,主要来源为进口,哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦等地的防控压力也较大。公司承担责任,力求做好“联防联控”工作,近年来不断深化国际合作,推动海外产品注册。重新获得农业农村部畜牧兽医局批准,恢复兰州厂生产口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗并专供出口,巴基斯坦每年对口蹄疫疫苗的需求为 4000 万-5000 万头份。

### 3.2 保持禽用疫苗领先地位,业绩将实现稳步增长

禽流感自 2004 年起被列为我国强制防疫疫病,是由 A 型流感病毒引起的禽类呼吸道疾病。禽流感传染性强,根据病毒致病性不同,可分为高致病性、低致病性和非致病性。低致病性表现为轻度的呼吸道症状、消化道症状,死亡率较低;高致病性表现为较严重的全身性、出血性、败血性症状,死亡率较高,并且可以直接感染人类造成死亡人也存在有被感染的风险。目前我国主要流行 H5N1、H9N2 型,2013 年、2014 年先后在我国出现的 H7N9、H5N6 等,因有防控经验、处理得当,损失被及时控制。疫情反复威胁着我国家禽养殖业的发展和人类的健康安全,防控压力不减。

我国现禽流感疫苗的销售方式以政府招采为主。2018 年之前我国采用的为(H5+H7)二价灭活苗,但之后由于病毒发生变异,国家有关实验室研制了相应的重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗。现市场上可生产销售三价灭活疫苗的公司有 11 家,包括哈维科、哈药集团、青岛易邦、肇庆大华农、广东永顺、辽宁益康、乾元浩郑州生物药厂、南京梅里亚、山东新得、吉林冠界、华南农大。其中乾元浩郑州生物药厂为中牧股份控股公司。

表 6: 11 家拥有禽流感疫苗生产资质的企业以及产品种类

生产厂家	产品种类
哈维科、哈药集团、青岛易邦、肇庆大华农、广东永顺、辽宁益康、 乾元浩郑州生物药厂、南京梅里亚	重组禽流感疫苗(H5+H7)三价灭活疫苗 (H5N1Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)
山东新得、吉林冠界	重组禽流感疫苗(H5+H7)三价灭活疫苗 (细胞源, H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)
华南农大	重组禽流感疫苗(H5+H7)三价灭活疫苗 (H5N1rSD57 株+rFJ56 株, H7N9 rGD76 株)

数据来源: 各公司官网, 西南证券整理

禽用疫苗受益于价量齐升。据上市公司年报反应,2019 年禽流感疫苗中标价格区间在 1500-3000 元/万毫升,相较于往年 700-2000 元/万毫升,存在 30%-50%的价格上升,原因在于疫苗中添加了新的毒株。我国禽类养殖现处于稳定缓速增长的阶段,2020 年上半年全

国家禽出栏 65.9 亿只，比上年同期增加 4 亿只，增长 6.5%，增幅比一季度扩大 5.8 个百分点；禽肉产量 1016 万吨，增加 65 万吨，增长 6.8%；禽蛋产量 1623 万吨，增加 107 万吨，增长 7.1%。禽存栏 62.4 亿只，同比增长 6.3%，环比增长 8.9%。

**图 27：我国禽肉产量及同比变化**


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

**图 28：我国家禽出栏量及同比变化**


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

2019 年我国高致病性禽流感 (H5+H7) 三价灭活疫苗的市场空间约为 27 亿元，按照家禽出栏量年增速 6% 估计，仅考虑数量变动，2020 年禽流感疫苗收入将在 28.6 亿，增加近 1.6 亿元。

公司持续巩固禽用疫苗的市场地位，把握市场机会。2019 年度，公司的禽流感疫苗招标价格为 1500-3000 元/万毫升，较 2018 年提升了 50%-100%。其子公司乾元浩实现营业收入新高，达 4.8 亿元，同比增长 12.8%，净利润达 4618.7 万元，创历史新高。乾元浩为 11 家拥有高致病性禽流感疫苗生产资质的企业之一，是国内最大的禽用疫苗生产企业。拥有南京生物药厂、郑州生物药厂、北京生物药厂三个具有国际先进技术水平的 GMP 生产基地。目前可生产兽用生物制品及诊断试剂 60 个品种、200 余个规格，年产动物疫苗约 200 亿羽/头份。未来公司有望受益于禽类养殖景气度提升，以及添加新毒株后三价疫苗价格的上升，实现营业收入的上涨。假设公司保持 2019 年的市场占有率，则 2020 年禽流感疫苗收入将达到 5 亿元左右，实现 6% 的增长。

**图 29：公司禽苗营业收入（万元）**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**图 30：公司禽苗营业净利润（万元）**


数据来源：公司年报，西南证券整理

### 3.3 “禁抗”政策推动兽药转型，饲料业务调整结构稳健经营

公司作为行业龙头，将受益于行业集中度的提升。国家有关饲料端“禁抗”，养殖端“减抗、限抗”的政策，促进兽用化药行业转型升级。我国兽用化药 2019 年的销售量 170.7 亿元，占比整体兽药行业的 38.7%，是我国兽药行业中占比第一。抗生素类饲料添加剂，不仅拥有治疗和预防疾病的作用，也可用于促进禽畜生长，长期以来在养殖业中得到广泛应用。但环境中耐药菌逐渐增多，并且残留在畜禽产品中的抗生素有可能使人产生过敏等反应，人类病原体会对抗生素产生耐受性从而导致医治难度加大。国家出台一系列工作计划，保证促生长类抗菌药物饲料添加剂“退出”历史舞台。根据《2018 年中国兽用抗菌药使用情况报告》显示，2018 年养殖使用的抗菌药总量为 3 万吨左右，较 2017 年减少 29.1%，连续第五年下降，提前两年实现了兽用抗菌药“零增长”的目标。2019 年后农村农业部发布第 194 号公告，要求除中药外的促生长类药物饲料添加剂退出市场。

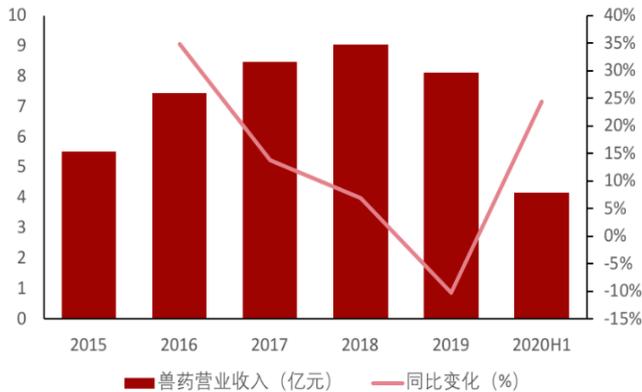
表 7：关于“禁抗”、“限抗”相关政策

时间节点	工作内容
2020 年 1 月以前	修订“既有促进生长又有防治作用”品种的质量标准，仅保留防治用途。改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式；不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号。
2020 年 1 月起	退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口；注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至 2020 年 6 月 30 日。
2020 年 7 月起	饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料
2020 年 8 月起	将养殖者自行配制饲料纳入饲料管理体系，对养殖者生产自配料时的原料、添加剂和兽药等使用提出明确要求。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

在此背景下，同质化严重的兽药产品中小企业将逐渐退出，对比之下拥有核心技术以及具备完善新型添加剂产品线的企业，发展前景更为广阔，整体行业集中度有望提升。“无抗饲料”一般以中草药、微生态制剂抗菌肽等为替代物，功能型饲料添加剂的市场空间有望拓展。

公司 2020 年上半年兽用化药板块实现收入超 4 亿元，同比增长超 10%。归属公司的生产基地共有六家，分别为黄冈动物药品厂、湖北安达、内蒙中牧、南京药业、胜利生物、南京全药，全部拥有国家级高新技术企业认定证书。公司为对冲黄冈厂在新冠疫情期间的产量不足，及时组织调配内蒙中牧、南京药业产能。各工厂之间协同作战，相互补充，产销资源共享，保证开工率。加强产销联动，对大型终端客户正常供货，保证市场份额。2019 年公司兽药行业收入 8.11 亿元，同比下降 10.3%，但成本也同比下降 7%，控制在 5.63 亿元，整体实现利润水平稳定在 2.48 亿元。

**图 31: 公司兽用化药营业收入及变化**


数据来源: Choice, 西南证券整理

**图 32: 公司兽用化药营业成本及变化**


数据来源: Choice, 西南证券整理

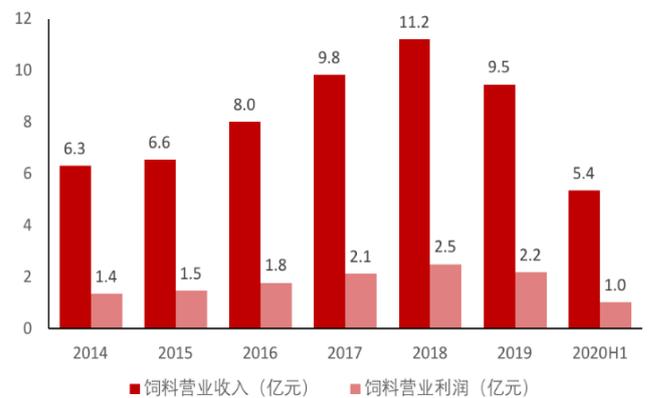
**公司积极落实国家“减抗”、“限抗”政策的相关规定，寻找转型升级的门路。**公司化药板块的主要产品中包含有黄霉素预混剂、喹烯酮预混剂等少量使用存在促生长而被列入“禁抗”名单的药物。但主要的泰万菌素、泰妙菌素等抑制蓝耳病变异、保证呼吸道健康的抗生素类药物仍在正常的生产使用中。同时加快治疗类、保健类原料药的研发，向“预防治疗类”转型。同时公司积极扩大目标动物范围，2019 年获得主要适用对象为牛类的头孢洛宁、头孢洛宁乳房注入剂（干乳期）两项二类新兽药证书。牛药、禽药也实现销售收入的上涨。

**公司的工艺技术与装备提升，开发国际业务。**化药出口收入连续三年维持在 2 亿元以上，泰妙菌素出口量在全国排名靠前。胜利生物在 2019 年被认定为国家“绿色工厂”，获得地方政府错峰生产绿色标杆企业证书，并在 2019 年以零缺陷的优秀结果通过了美国食品药品监督管理局（FDA）的现场审计，成为行业标杆，为未来扩大国际市场奠定了基础。

**面对疫情冲击，饲料业务积极调整业务结构，体现强大的抗风险能力。**因下游养殖业受非洲猪瘟疫情的影响，全国饲料总产能 2019 年与 2018 年持平并未增长。公司 2018 年饲料板块营业收入 11.2 亿元，占总收入的 25.4%，同比上涨 14%；实现利润 2.5 亿元，占营业利润的 19.2%，同比上涨 16.7%。2019 年饲料营业收入 9.5 亿元，同比下降 15.5%，实现利润 2.2 亿元，同比下降 12.4%，但营业收入与利润占整体的比例仍维持在 23.2%、29.6%。原因在于，2018 年末至 2019 年初，禽类养殖业景气度高，蛋禽饲料需求量以及利润上升，公司把握市场机会，积极拓展家禽预混料市场，使得禽料收入增幅明显，并在反刍料领域形成技术引领型特色产品，从而弥补了猪料市场带来的损失。

**图 33: 全国饲料总产量 (万吨)**


数据来源: Choice, 西南证券整理

**图 34: 公司饲料营业收入及利润 (亿元)**


数据来源: Choice, 西南证券整理

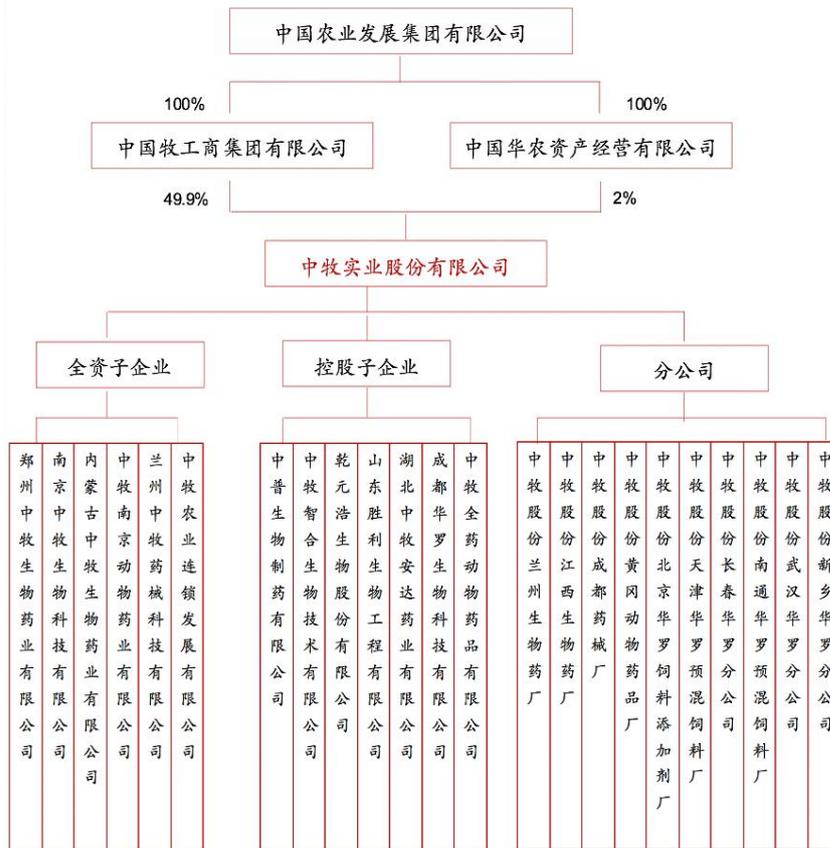
饲料与饲料添加剂板块在落实复产工作的同时, 开发无抗的绿色饲料添加剂。公司在南通、天津、新乡、武汉、长春均设有华罗预混饲料厂, 产品类别覆盖面广, 可分为禽料、猪料、反刍动物料、水产料。截止 2020 年上半年, 蛋鸡预混料占领市场领先地位, 销量同比增长超过 25%, 其他类别整体保持稳定增长。在全员营销的推动下, 客户质量显著提升。在复合维生素业务单元加强创新, 推出“酶维宝”系列饲料添加剂, 这款产品将酶制剂的使用成本降低 60%, 并且可提高 3%-8% 的原料利用率。按照 2 亿吨饲料的水平, 使用此产品可以节约 400-700 万吨的玉米消耗量, 大约 150 万吨的豆粕消耗量。饲料中添加剂减少, 动物粪便中的氮、磷排放量也降低, 减轻环境负担。

### 3.4 畜牧健康领域国家队, 深入改革整体向市场化发展

中牧股份是行业内的“国家队”和“先锋队”, 拥有 80 余年的生产销售经验、800 余项产品, 坚持产品安全、动物安全、畜牧安全、食品安全和生态环境安全, “五位一体”的大安全经营理念, 为养殖业健康发展提供支持。猪用疫苗、禽用疫苗、复合维生素添加剂、泰妙菌素、泰万菌素等主要产品市场占有率均位列前茅。中牧股份为中国农业发展集团子公司, 于 2018 年被选入国企改革“双百行动”。

双百行动是指国务院国有企业改革领导小组选取百余户中央企业子企业和百余户地方国有骨干企业, 聚焦“五突破一加强”目标任务, 即在混合所有制改革、法人治理结构、市场化经营机制、激励机制以及历史遗留问题方面有所突破, 加强党的领导。是我国以市场为导向的经济转型过程中的重要一步。

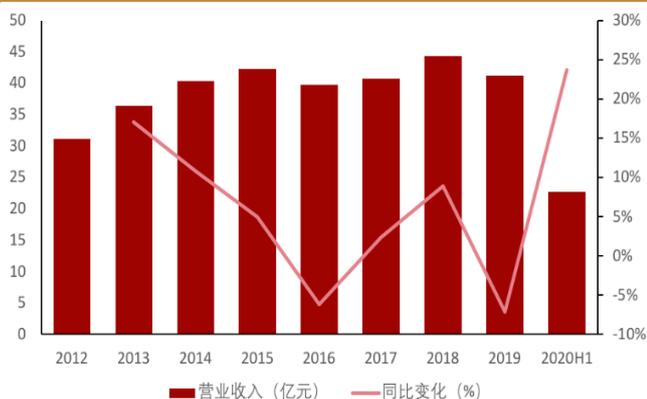
图 35: 中牧股份股权结构



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

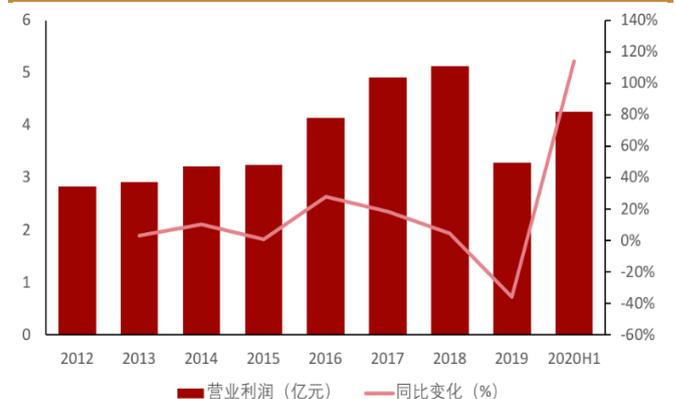
2017 年公司的股权激励计划在经历一年的延期后, 获国资委审批, 激励对象覆盖公司董事、高层管理人员、中层管理人员、核心技术业务骨干, 有效将公司利益与个人利益联系在一起。针对销售团队, 2017 年公司将生物制品部进行整合重组, 重点建设口蹄疫销售团队, 壮大营销队伍, 采取提成方式从而激发积极性。以技术带动销售、以技术促进销售, 在与大型养殖集团合作后, 优秀的产品品质迅速获得了市场的认可。

图 36: 2012-2020H1 中牧营业收入及变化



数据来源: Choice, 西南证券整理

图 37: 2012-2020H1 中牧营业利润及变化



数据来源: Choice, 西南证券整理

2016-2018 年公司营业收入从 40 亿提升至 44 亿，净利润从 4.1 亿提升至 5.1 亿，保持稳定增长。2012 年至 2108 年实现营业收入复合增长率 6.1%，营业利润复合增长率 10.4%，公司积极参与混改，发展自身技术，适应市场竞争，保证了未来长期的企业活力。

### 3.5 产品矩阵提供便利，研发销售相辅相成

公司不仅在其核心业务动物疫苗领域成绩显著，其业务内容还包含兽用化药、饲料及饲料添加剂等与禽畜养殖高度相关的内容。多板块协同优势明显，产品矩阵有助于为客户提供便利，帮助其控制成本，而公司自身也可受益于单体客户规模增大，在总体客户数量不变的情况下实现营业收入的增长，使得各项费用率得到有效控制，提高经营效率，达到公司与客户双赢的效果。

表 8：公司不同板块主要产品

业务板块	主要产品
生物制品	猪用疫苗：欧倍佳—猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株)、欧标佳—口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗 (O/rV-1 株+A/rV-2 株)、猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)、猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 98+93)、腹康—猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗 (HB08 株+ZJ08 株)、肺祥-猪支原体肺炎灭活疫苗、猪瘟、猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病三联活疫苗、蓝洁-猪繁殖与呼吸综合征活疫苗 (R98 株) 等；禽用疫苗 (所展示为子公司乾元浩主要产品)：重组禽流感病毒灭活疫苗 (H5N1 亚型, Re-5 株)、禽流感灭活疫苗 (H9 亚型)、重组禽流感 H5 亚型二价灭活疫苗、鸡马立克氏病火鸡疱疹病毒耐热保护剂活疫苗 (FC-126) 等；牛羊用疫苗：欧标佳—口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗 (O/rV-1 株+A/rV-2 株)、口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (OHBHK99 株+AF72 株, 悬浮培养)、口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OS 株)。
兽用化药	猪药制剂：牧乐星 (主要成分为酒石酸泰万菌素预混剂)、氟苯尼考粉、盐酸多西环素可溶性粉、阿本达唑伊维菌素粉等；禽药制剂：牧乐兴 (用于猪鸡的支原体感染)、优普康 (用于鸡青霉素敏感菌引起的感染)、替米考星溶液、阿莫西林可溶性粉等；牛药制剂：头孢喹肟乳房注入剂 (干奶期)、硫酸头孢喹肟乳房注入剂 (泌乳期)。
饲料及饲料添加剂	华罗多维 (畜禽通用维生素预混合饲料华罗一号、奶牛专用维生素预混合饲料华罗 106、禽通用维生素预混合饲料华罗 919、鱼用维生素预混合饲料华罗 FV-101、仔猪维生素预混合饲料华罗 117、兔通用维生素预混合饲料华罗 166、畜禽通用维生素预混合饲料华罗 908 等)；华罗酶维宝 (肉用仔鸡维生素预混合饲料华罗 EV209P、兔通用维生素预混合饲料华罗 EV166P、仔猪维生素预混合饲料华罗 EV117P、禽通用维生素预混合饲料华罗 EV908P、反刍维生素预混合饲料华罗 EV116P、肉用仔鸡维生素预混合饲料华罗 EV219P 等)；牧乐维 (畜禽通用复合预混合饲料 (水溶性) 牧乐维、猪通用复合预混合饲料 (水溶性) 牧乐维 III 号、禽通用复合预混合饲料 (水溶性) 牧乐维 I 号、禽通用复合预混合饲料 (水溶性) 牧乐维 II 号) 牧乐康 (种禽用保健型复合预混合饲料华罗牧乐康 II 号、蛋鸡用保健型复合预混合饲料华罗牧乐康 III 号、种猪用保健型复合预混合饲料华罗牧乐康 I 号)。

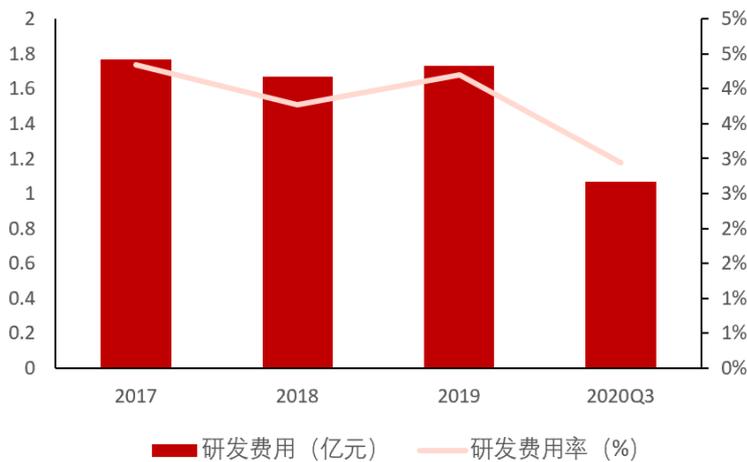
数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

规模化养殖场占比提升，集团采购将带动公司各生物制品整体销量增长。规模化养殖场相较于散户养殖而言在动物疫病防治方面更加重视，对于非强制免疫的疫病的疫苗也同样打包采购，且为了控制采购成本，针对多项疫病疫苗供应商的选择具有一致性。公司在此背景下，可充分发挥核心产品口蹄疫疫苗的竞争优势吸引客户，利用一站采购的机会带动防治其他疫病的疫苗销量增涨。

公司注重研发，秉持“研发推动销售”的理念，投入研发资金，具有成熟的研发体系和雄厚的研发实力，为自身产品线的不断丰富及创新提供强有力的支撑。就研究条件而言，公

司现拥有国家认定企业技术中心、北京市工程技术研究中心、农业部兽用生物制品与化学药品重点实验室和博士后工作站、CNAS 等资质，设有诊断与检测中心，拥有分子生物学实验室、血清学实验室、病毒分离室等生物安全实验室。同时公司积极建设研发平台，追求共同进步，有效组织社会资源，与科研院所、大专院校以及行业内企业合作，保证中心平台共建、重点项目共研、科技成果共享的合作机制，在研究水平与创新能力上不断进步。2020 年，公司召开了首届中牧股份开放课题评审会，评选出多项课题，为创新产学研合作模式、进一步增强科技创新能力创造了有利条件。在行业内研发支出占收入比重维持在较高水平。

图 38：公司研发费用及研发费用率

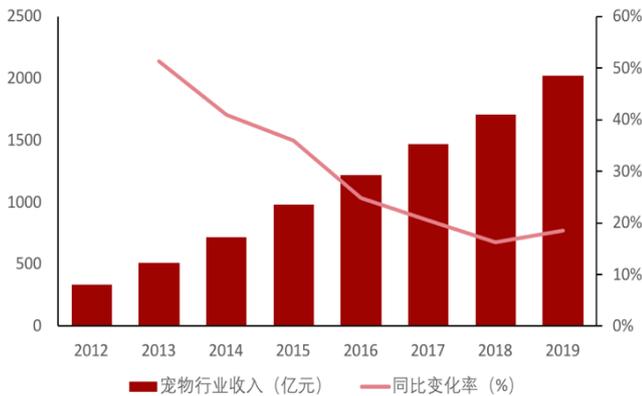


数据来源：choice，西南证券整理

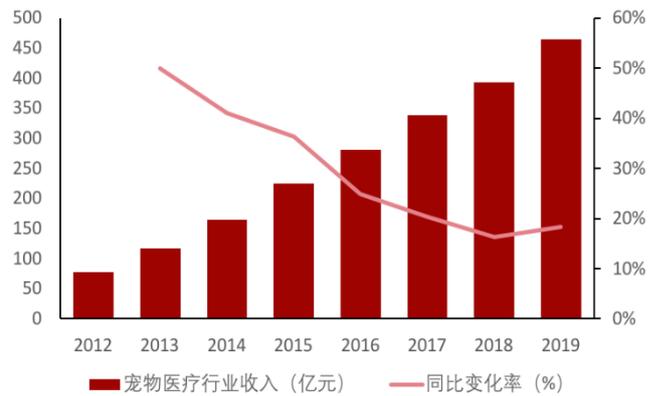
销售方面，公司根据产品特点、客户需求以及市场竞争情况，采用向客户直销、经销商销售、参与政府招标销售等，建设覆盖国内主要养殖区的营销服务网络。利用技术服务团队，保障为不同类型的客户提供优质的产品和服务，以专业的动物防疫技术开展服务型营销。公司拥有动物疫苗、化药、饲料及饲料添加剂的一系列产品生产线，可以为客户提供一站式全套的服务。

### 3.6 探索宠物行业，提高市场竞争力

宠物行业是由宠物活体、宠物食品、宠物医疗、宠物美容、宠物用品为主要构成的与宠物有关的所有行业的统称，在宠物活体方面仍然以犬类和猫类为主。宠物行业上市公司现数量较少，而前景广阔。我国宠物市场自 2012 年以来规模不断扩大，2018 年宠物市场消费规模达 1708 亿，同比增长 16.2%，其中宠物狗市场规模 1056 亿元，宠物猫市场规模 652 亿元，2019 年市场消费规模达 2024 亿元，同比增速为 18.5%。随着宠物渗透率提高，人们对于宠物健康的重视程度也在不断提高，国人对宠物的健康支出也在持续增加，2019 年中国宠物医疗市场规模达 465.5 亿元，相较于 2018 年上涨 18.3%。

**图 39: 宠物行业收入及同比变化率**


数据来源:《中国宠物行业白皮书》,西南证券整理

**图 40: 宠物医疗市场规模及同比变化**


数据来源:《中国宠物行业白皮书》,西南证券整理

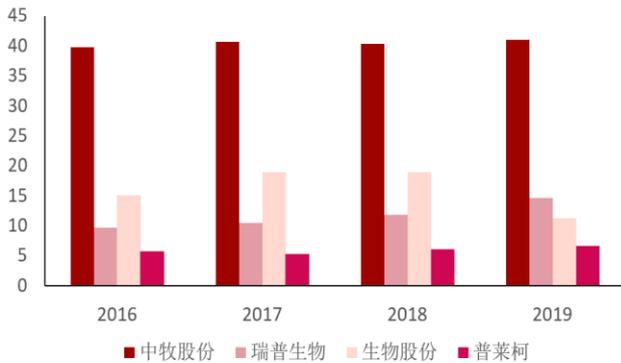
公司在 2019 年 7 月与江苏疯狂小狗宠物用品有限公司签订战略合作框架协议。疯狂小狗公司主营宠物食品、宠物保健品、宠物日常用品的生产销售及在线服务,产品以宠物主粮为主。2016 年-2018 年,疯狂小狗公司销售额分别为 1.1 亿元、3.2 亿元、6 亿元,现仍处于扩大规模发展阶段。

在兽用生物制品方面,公司目前拥有狂犬病灭活疫苗(PV/BHK-21 株)和犬瘟热、犬副流感、犬腺病毒与犬细小病毒病四联活疫苗二个产品的批准文号,可用于犬相关疾病的免疫预防。其中狂犬病灭活疫苗(PV/BHK-21 株)2018 年 12 月获得产品批准文号,2019 年上市销售;犬瘟热、犬副流感、犬腺病毒与犬细小病毒病四联活疫苗 2018 年度销售收入为 74 万元,占公司兽用生物制品销售收入的 0.06%,尚且处于规模较小的状态,公司未来拟积极拓展宠物疫苗业务,培育新的利润增长点。在动物营养品方面,公司建有 7 个饲料生产基地,生产饲料添加剂,禽用、猪用、牛羊用及水产复合预混料、浓缩料等。通过与疯狂小狗公司的合作,可发挥对方在宠物服务、市场营销、电商运营、供应链管理方面的优势,助力公司推进产品创新、商业模式创新。未来合作项目进一步落实,有助于提高公司的同业竞争力。

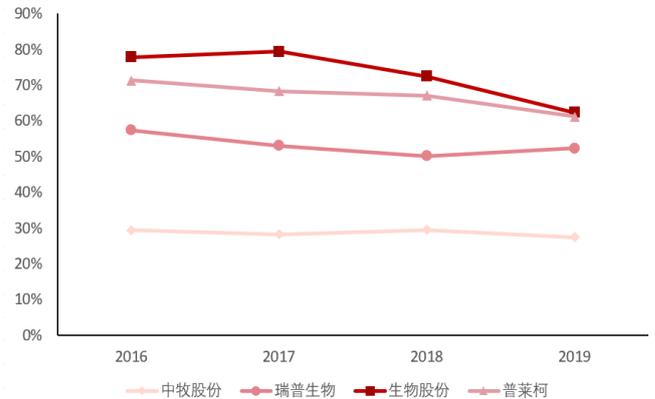
## 4 财务分析: 营收行业领先, 盈利空间可进一步提升

从整体营业收入角度分析,公司处于行业领先地位。2019 年营业收入达 41 亿元,超过同行业位列第二的公司 26 亿元左右。主要原因在于,公司业务板块覆盖面广,在 2019 年的营业收入中,贸易收入占比达 29%,约为 12 亿元。单从生物制品业务板块分析,2016-2019 年营业收入分别为 20.5/20.2/21.6/11.4 亿元,依旧处于同业公司中的领先地位。可见公司体量大,有助于其经营稳健性的提升。

从毛利率来看,公司整体毛利水平低于同行业公司,分析原因主要在于公司的业务板块中,2019 年贸易板块、兽药、饲料及添加剂板块的毛利率对应为 3.7%、30.6%、23.1%,而生物制品板块的毛利率则为 53%,整体平均后使得公司整体毛利率不达平均水平。从生物制品板块比较,2019 年中牧股份、生物股份、瑞普生物以及普莱柯对应的毛利率分别为 53%、64%、60%、66%,公司仍然处于行业较低水平。主要原因在于公司一方面公司主要销售政采苗,政采苗市场价格较低;另一方面公司为扩大市场市场占有率也调控了市场苗的销售价格,总体来看存在提升空间。

**图 41: 同行业公司 2016-2019 营业收入 (亿元)**


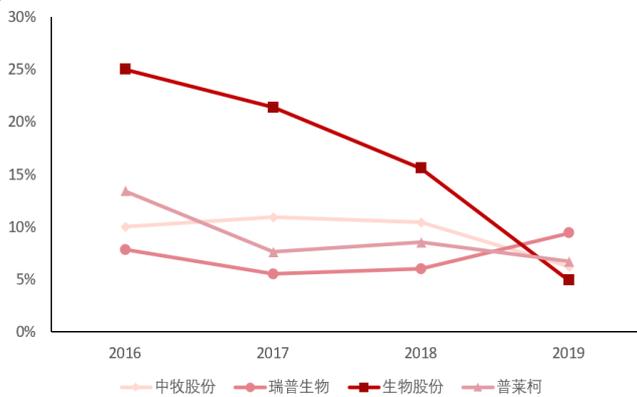
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 42: 同行业 2016-2019 毛利率情况**


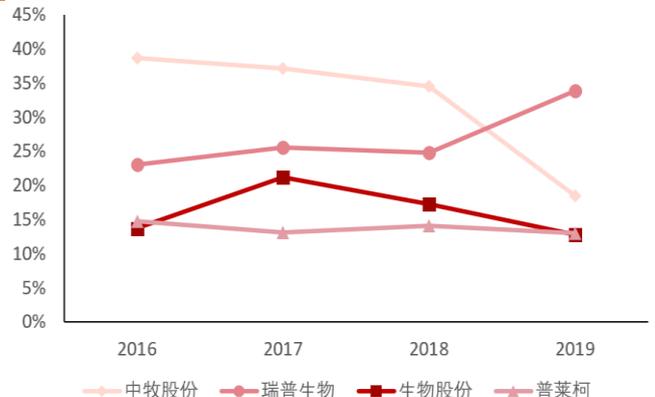
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从 ROE 的角度, 公司 ROE 处于平稳水平, 近四年维持在 10% 左右, 处于行业中等偏上的水平, 2019 年中牧股份、生物股份、瑞普生物、普莱科的 ROE 指标分别为 6.2%、9.4%、4.9%、6.7%。公司优势在于波动性较小, 但未来有望进一步提升盈利能力。

公司 2020 年上半年资产负债率为 18%, 近四年逐步下降至行业平均水平, 2019 年年报显示中牧股份、生物股份、瑞普生物、普莱科的资产负债率分别为 18.5%、33.9%、12.8%、13%。同年四家公司的流动比率分别为 2.36%、1.46%、4.92%、4.26%。公司处于行业中等水平, 整体体现出较强的偿债能力, 经营情况较为稳健。

**图 43: 同行业公司 2016-2019 年 ROE 水平**


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

**图 44: 同行业公司 2016-2019 年资产负债率情况**


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

假设 1: 根据现有生猪及能繁母猪存栏量, 假设未来三年整体生猪存栏量增长率为 26%/31%/28%; 结合中国畜牧业协会提供的数据, 预计 2020-2022 年家禽存栏量增幅为 6%/4%/4%。

假设 2: 生物制品板块, 目前生猪养殖回暖, 养殖户补栏热情高, 且规模化养殖顺利发展。结合口蹄疫疫苗需求量增加, 公司市场苗市场占比提升的情况, 维持现有猪用及禽用疫苗业务结构, 预计 2020-2022 年板块整体销量增速为 20%/20%/15%, 维持现有售价, 相应的毛利率分别为 55%/55%/55%。

假设 3: 预计 2020-2022 年兽用化药板块的销量增长幅度为 20%/20%/15%, 价格水平稳定, 毛利率为 31%/32%/33%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
生物制品	收入	1139.59	1367.5	1641.0	1887.2
	增速	-9.3%	20.0%	20.0%	15.0%
	成本	535.96	615.4	738.5	849.2
	毛利率	53.0%	55.0%	55.0%	55.0%
兽用化药	收入	811.09	973.3	1168.0	1343.2
	增速	-10.2%	20.0%	20.0%	15.0%
	成本	562.83	671.6	794.2	899.9
	毛利率	30.6%	31.0%	32.0%	33.0%
饲料	收入	946.31	1040.9	1124.2	1191.7
	增速	-15.5%	10.0%	8.0%	6.0%
	成本	727.48	780.7	854.4	917.6
	毛利率	23.1%	25.0%	24.0%	23.0%
贸易	收入	1191.2	1250.8	1313.3	1379.0
	增速	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	1147.5	1213.3	1273.9	1337.6
	毛利率	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%
其他业务	收入	29.5	31.0	32.5	34.1
	增速	0.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	13.9	15.5	16.3	17.1
	毛利率	52.9%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	4117.7	4663.5	5279.1	5835.1
	增速	-7.1%	13.3%	13.2%	10.5%
	成本	2987.6	3280.9	3661.0	4004.4
	毛利率	27.4%	29.6%	30.7%	31.4%

数据来源: Wind, 西南证券

我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 46.64/52.79/58.35 亿元，归母净利润 5.95/5.35/6.02 亿元，EPS 为 0.59/0.53/0.59 元，对应 PE 分别为 22.8/25.4/22.5 倍。

我们选取了行业中与中牧股份业务最为相近的三个公司，中牧股份未来最大的看点有四个：1) 生物制品市场占有率领先，疫苗随生猪养殖行业回暖而景气度提升，未来市场规模扩大；2) 公司注重市场苗业务拓展，在保证政采苗占比首位的同时，积极提高市场苗市场占有率；3) 禽流感疫苗业务受益于价量齐升，未来有望实现增长；4) 公司可以为客户提供疫苗、兽用化药、饲料及饲料添加剂的一站式全套服务，产业矩阵完备。

结合对标公司的估值和目前中牧股份的业务布局和投产节奏，给予公司 2021 年 35 倍 PE，对应市值 188 亿元，对应目标价 18.55 元，维持“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
600201	生物股份	23.59	0.20	0.40	0.60	0.86	95.38	59.15	38.15	26.30
603566	普莱柯	24.23	0.34	0.60	0.82	1.03	55.68	38.04	28.98	22.65
688526	科前生物	48.08	0.67	0.81	1.10	1.37	-	48.80	36.59	29.42
平均值							75.53	48.66	34.57	26.12
600195	中牧股份	13.33	0.25	0.59	0.53	0.59	52	22.8	25.4	22.5

数据来源：Wind，西南证券整理

## 6 风险提示

生猪养殖恢复进度或不及预期；非洲猪瘟疫情或有反弹；市场销售情况不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4117.72	4663.52	5279.05	5835.14	净利润	290.71	677.35	608.54	684.86
营业成本	2987.63	3280.94	3661.02	4004.37	折旧与摊销	176.36	156.64	174.05	189.50
营业税金及附加	26.34	34.27	37.81	40.67	财务费用	6.08	11.66	14.13	8.55
销售费用	431.24	466.35	607.09	671.04	资产减值损失	-17.03	20.00	20.00	20.00
管理费用	302.53	368.42	438.16	548.50	经营营运资本变动	1242.39	42.02	-91.99	-103.02
财务费用	6.08	11.66	14.13	8.55	其他	-1671.39	-321.01	-219.49	-270.25
资产减值损失	-17.03	20.00	20.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	27.12	586.65	505.24	529.63
投资收益	139.12	300.00	200.00	250.00	资本支出	-340.89	-400.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1525.94	300.00	200.00	250.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	1185.05	-100.00	-100.00	-50.00
<b>营业利润</b>	328.87	781.88	700.83	792.02	短期借款	-34.08	329.83	-87.37	-197.28
其他非经营损益	15.22	9.11	10.94	11.76	长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	344.10	790.99	711.77	803.77	股权融资	6.86	0.00	0.00	0.00
所得税	53.39	113.63	103.23	118.92	支付股利	-145.62	-51.10	-119.07	-106.98
净利润	290.71	677.35	608.54	684.86	其他	-1252.54	-40.34	-14.13	-8.55
少数股东损益	35.19	81.99	73.66	82.90	<b>筹资活动现金流净额</b>	-1385.37	238.39	-220.58	-312.80
归属母公司股东净利润	255.52	595.36	534.88	601.95	<b>现金流量净额</b>	-171.28	725.05	184.66	166.83
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	674.01	1399.06	1583.72	1750.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	657.61	645.13	738.45	850.66	销售收入增长率	-7.14%	13.25%	13.20%	10.53%
存货	842.86	929.23	1039.33	1139.50	营业利润增长率	-35.84%	137.74%	-10.37%	13.01%
其他流动资产	95.76	99.53	103.78	107.63	净利润增长率	-35.40%	133.00%	-10.16%	12.54%
长期股权投资	736.40	736.40	736.40	736.40	EBITDA 增长率	-29.80%	85.83%	-6.44%	11.37%
投资性房地产	0.16	0.16	0.16	0.16	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1713.70	1987.79	2144.47	2285.70	毛利率	27.44%	29.65%	30.65%	31.37%
无形资产和开发支出	782.28	752.42	722.56	692.71	三费率	17.97%	18.15%	20.07%	21.05%
其他非流动资产	187.67	186.79	185.92	185.04	净利率	7.06%	14.52%	11.53%	11.74%
<b>资产总计</b>	5690.44	6736.51	7254.79	7748.34	ROE	6.27%	12.93%	10.63%	10.86%
短期借款	50.00	379.83	292.46	95.18	ROA	5.11%	10.05%	8.39%	8.84%
应付和预收款项	586.21	673.06	748.02	823.73	ROIC	5.90%	15.13%	12.54%	12.95%
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00	EBITDA/销售收入	12.42%	20.37%	16.84%	16.97%
其他负债	375.04	406.85	448.08	485.32	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1051.25	1499.75	1528.56	1444.23	总资产周转率	0.66	0.75	0.75	0.78
股本	842.41	1015.61	1015.61	1015.61	固定资产周转率	3.07	3.27	3.14	3.12
资本公积	620.31	447.11	447.11	447.11	应收账款周转率	12.33	12.58	14.31	13.20
留存收益	2631.24	3175.49	3591.30	4086.27	存货周转率	3.59	3.60	3.62	3.59
归属母公司股东权益	4122.63	4638.21	5054.02	5549.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.41%	—	—	—
少数股东权益	516.56	598.55	672.22	755.12	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	4639.19	5236.76	5726.23	6304.11	资产负债率	18.47%	22.26%	21.07%	18.64%
负债和股东权益合计	5690.44	6736.51	7254.79	7748.34	带息债务/总负债	8.56%	27.99%	21.75%	9.36%
					流动比率	2.36	2.18	2.41	2.84
					速动比率	1.49	1.52	1.69	2.00
					股利支付率	56.99%	8.58%	22.26%	17.77%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.25	0.59	0.53	0.59
					每股净资产	4.06	4.57	4.98	5.46
					每股经营现金	0.03	0.58	0.50	0.52
					每股股利	0.14	0.05	0.12	0.11
业绩和估值指标									
EBITDA	511.31	950.18	889.02	990.07					
PE	53.10	22.79	25.37	22.54					
PB	3.29	2.93	2.68	2.45					
PS	3.30	2.91	2.57	2.33					
EV/EBITDA	20.39	12.99	13.58	11.82					
股息率	1.07%	0.38%	0.88%	0.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心****上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn