

养殖规模化不断提升, 受益“禁抗”业绩向好

投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年Q1实现营业收入3.1亿元, 同比增长132.2%, 归母净利润为0.6亿元同比增长150.6%。业绩高速增长的原因主要在于下游生猪养殖持续恢复, 且养殖企业加大生物安全防护力度, 市场需求提升; 兽药行业走向规范集约化, 公司作为业内头部企业, 市场份额进一步扩大。
- “重药轻苗”的行业趋势初现, 动保核心竞争力改变; 非洲猪瘟防控工作仍将持续, 并发症的防治工作重视程度提升。** 生猪养殖行业集中度不断提高, 十家上市猪企生猪出栏量占总体比例由2019年的8.3%增至2020年的10.4%, 疫病防控意识增强, 公司集团客户2020年增加67家, 直销收入增长112.7%。在未来1-2年的时间维度内动物保健相关业绩的主要驱动因素将由生猪存栏量的恢复以及类似口蹄疫疫苗等大单品的市场占有率转变为非洲猪瘟的防控以及“禁抗”工作的顺利推进。考虑兽药品更具有针对性治疗作用且单位成本更低等优势, 未来养殖企业对兽药产品的重视程度将日益提高, 行业迎来“重药轻苗”的发展趋势, 动保企业的竞争已从单一产品竞争时代进入苗药多品种加高效养殖服务协同促进的阶段。2020年公司兽药实现营收7.1亿, 同比增长115%, 产品得到市场一致认可, 未来有望持续增长。
- 兽药行业发展迅速, 行业集中度有望不断提升, 饲料端“禁抗”政策促使药用抗生素市场需求提升。** 2019年全国兽药行业企业数量为1632家, 同比减少4%, 多项政策加强管理促进行业转型升级。2020年6月实施新版《兽药GMP验收评定标准》, 提高兽药生产准入门槛, 避免低水平重复建设和产能过剩。同时为保证食品安全推进绿色养殖, 2020年7月起我国饲料生产企业全面禁抗, 参考欧盟饲料禁抗的经验, “禁抗”后畜禽免疫力或将下降, 出现病症时对于服用含有抗生素药物的需求将迎来相应的增长, 公司将发挥兽药龙头企业优势, 把握市场需求增量, 提升营业收入。
- 公司把握产品与服务优势, 注重研发创新, 未来产能与产品质量皆有保障。** 公司已于2018年实现兽用化药销售额4.22亿稳居化药制剂国内市场前十, 产品质量不仅在国内得到认可, 同时远销东南亚、南非、南美等地。现阶段正积极建设湖北新沟基地, 包括粉/散/预混剂自动化生产基地以及研发质检中心, 泰万菌素在未来也将迎来160吨的产能扩张。未来在原料药制剂一体化的发展趋势下, 公司业务由制剂向上游原料延伸, 主导研发的泰地罗新原料及注射液两种二类新兽药已取得农业农村部核发的《新兽药注册证书》, 对于加快一体化战略具有积极意义。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为2.21元、3.47元、5.33元, 对应动态PE分别为21/13/9倍, 参考同行业2021年平均PE为23倍, 考虑到公司产品优质, 业绩高速增长, 合理溢价, 予以30倍PE, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价66.3元。
- 风险提示:** 下游养殖业出现疫情; 产品销售情况不及预期等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	777.46	1306.74	2120.25	3268.46
增长率	81.98%	68.08%	62.26%	54.15%
归属母公司净利润(百万元)	150.16	244.48	383.62	589.14
增长率	118.36%	62.82%	56.91%	53.57%
每股收益EPS(元)	1.36	2.21	3.47	5.33
净资产收益率ROE	10.89%	15.06%	19.11%	22.69%
PE	34	21	13	9
PB	3.75	3.19	2.58	1.99

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
联系人: 刘佳宜
电话: 021-68415832
邮箱: liujia@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)	1.11
流通A股(亿股)	0.28
52周内股价区间(元)	35.82-78.11
总市值(亿元)	53.43
总资产(亿元)	17.88
每股净资产(元)	13.05

相关研究

目 录

1 公司概况：创新型兽药企业	1
2 “限抗令”促进兽药发展，行业集中度有望提升	2
2.1 丰富产品享集中红利，研发创新助产业拓展	2
2.2 “禁抗”催化兽药需求增长	5
3 养殖规模化促进需求，“重药轻苗”趋势初现	6
3.1 规模化养殖更重防疫，公司集团客户量增加	6
3.2 “后非瘟”阶段防护持续，“重药轻苗”趋势初显	9
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	12
5 风险提示	12

图 目 录

图 1：公司 2020 年主营业务结构情况	1
图 2：公司 2020 年主营业务毛利情况	1
图 3：公司 2014 年以来营业收入及增速	1
图 4：公司 2014 年以来归母净利润及增速	1
图 5：2015-2019 年兽药行业市场规模（单位：亿元）	2
图 6：2015-2019 年兽药行业企业数量（单位：家）	2
图 7：公司 2017-2020 研发费用及研发费用率	5
图 8：公司 2017-2020 研发人员及占总员工比例	5
图 9：不同规模生猪养殖场占比	7
图 10：2019 年 6 月至今上市猪企生猪出栏量（万头）	8
图 11：公司 2017-2020 年直销收入及同比变动	9
图 12：公司 2017-2020 年应收账款及其周转率	9
图 13：生物制品板块营收及增速（单位：亿元）	11
图 14：兽药板块营收及增速（单位：亿元）	11

表 目 录

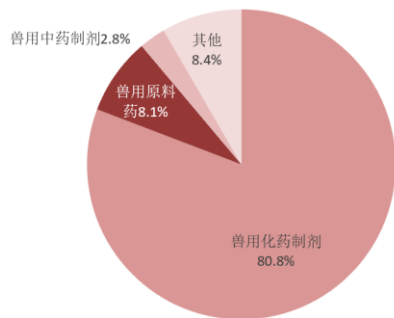
表 1：兽药相关政策	3
表 2：公司部分兽药产品	4
表 3：关于“禁抗”、“限抗”相关政策	6
表 4：畜禽养殖环保政策要求	7
表 5：我国非洲猪瘟疫苗研制过程	9
表 6：部分继发性特征及防治	10
表 7：分业务收入及毛利率	12
表 8：可比公司估值	12
附表 1：财务预测与估值	13
附表 2：禁用添加剂主要成分及作用机理与功效	14

1 公司概况：创新型兽药企业

回盛生物 2002 年成立于湖北武汉，后于 2020 年顺利上市，公司牢记“致力动保科技，提升生命质量”的使命，主要从事兽用药品(包括化药制剂、原料药、中药制剂)、饲料及添加剂的研发、生产和销售，在动物疾病的预防、治疗和防控过程中发挥重要作用。公司创始人张卫元先生秉持“一生做好一件事”的理念，专注于兽药领域，现已拥有兽药批准文号 144 个，且注重产品品质，系全国千余家兽药企业中仅有的六家连续保持抽检不合格批次为零的企业之一，是一家以猪用药物为核心高度重视技术创新与产品研发的企业。

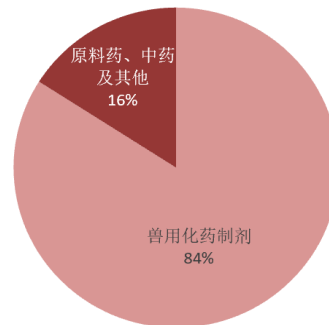
公司主营业务结构：公司主要营业收入来自兽用原料药及制剂行业，2020 年营业收入为 7.8 亿元，其中兽用化药制剂占比 80.8%，达到 6.3 亿元，贡献毛利 2.4 亿元，毛利率达 38.5%。兽用原料药营收占比 8.1%，兽用中药制剂占比 2.8%；2020 年公司实现营业利润 2.9 亿元，兽用化药制剂占比 84%，原料药、中药制剂及其他占 16%。

图 1：公司 2020 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

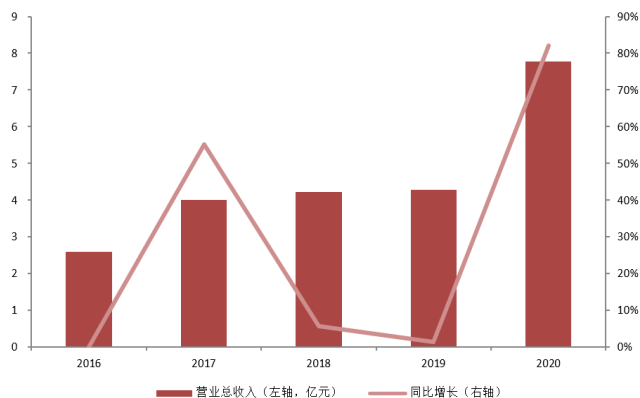
图 2：公司 2020 年主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：截止 2020 年公司实现营业收入 7.8 亿元，同比增长 82%，实现了净利润 1.5 亿元，同比提升 118.4%，扣非后的归母净利润 1.4 亿元，同比增加 122.1%。公司毛利率为 37%，2016-2020 年间营业收入复合增长率为 31.8%，归母净利润复合增长率为 32%，二者水平相近，2020 年公司业绩大幅增长主要原因在于把握下游养殖恢复趋势，利用自身兽药化学制剂业务竞争优势拓展集团客户，实现营收增长。

图 3：公司 2014 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2014 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

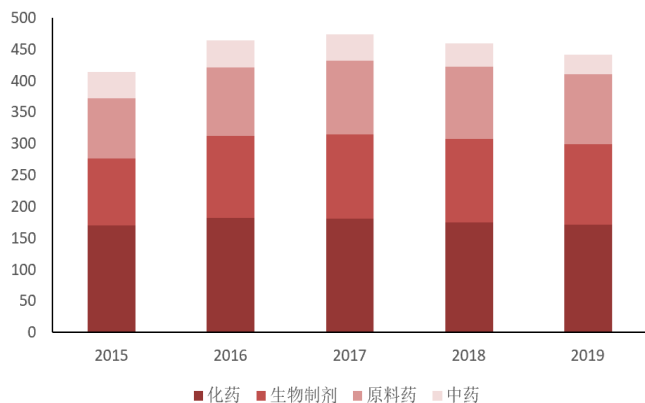
2 “限抗令”促进兽药发展，行业集中度有望提升

2.1 丰富产品享集中红利，研发创新助产业拓展

兽药工业自 20 世纪中期迅速发展，对畜牧业预防、治疗和控制各类动物疾病有着至关重要的作用，保障了食品的供应可持续性以及安全性，发达国家兽药市场已经进入稳定发展阶段，2019 年全球兽药发展规模达 362.7 亿美元。

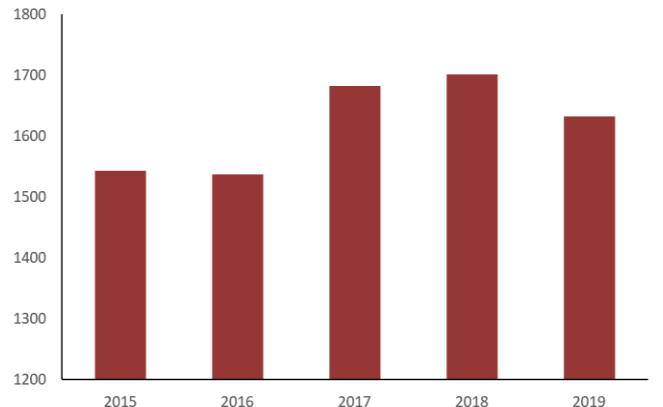
我国兽药行业近年存在小幅波动，行业集中度存在提高空间。兽药可细分为生物制剂、化学制剂、原料药、中药四个子类。我国 2019 年兽药销售量达 441 亿元（折合约 63.7 亿美元），其中化学制剂占比 38.7%，销售收入为 170.7 亿元，生物制品销量为 128.5 亿元，占比 29.1%。整体态势虽存在小幅波动但走势向上，2019 年销售较 2018 年有小幅下降，但幅度小于 2018 年，主要原因可能在于非洲猪瘟的爆发使得养猪行业面临困境，致使猪用兽药销售大幅度下滑。现我国非瘟得到有效控制，预计 2021 年整体销量有所回升。《兽药产业发展报告》中的数据显示，截止 2017 年，兽药行业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%，2019 年兽药行业企业数量为 1632 家，同比减少 4%，预计未来我国兽药市场行业集中度将进一步提升。

图 5：2015-2019 年兽药行业市场规模（单位：亿元）



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

图 6：2015-2019 年兽药行业企业数量（单位：家）



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

兽药生产质量受国家高度重视，多项政策加强管理促进行业转型升级，兽药 GMP、兽药 GSP 等行业法律法规的实施使得行业规范性更强。2020 年 6 月 1 日，新版《兽药 GMP 验收评定标准》正式实施，新版相对于旧版而言针对解决：兽药生产准入门槛偏低，低水平重复建设和产能过剩；兽药生产厂房洁净度检测标准偏低，不满足生产实际需求；重大动物疫病及人畜共患疾病相关产品的生物安全性有待提高等问题。在新规协助之下落后产能将面临淘汰，产业集中度迎来提升，产品质量将会提高，在保障动物源食品安全和公共卫生安全的同时，给予创新型兽药企业足够的发展空间，提高整个行业的生产管理水平和推动企业通过科技创新、优化管理、效率提升来提高质量、降低成本，从粗放低效走向规范集约。

表 1：兽药相关政策

时间	政策	相关内容
2015.07	《全国兽药（抗菌药）综合治理五年行动方案（2015-2019 年）》	集中清缴非法兽用抗菌药。集中时间，集中力量，对兽药生产、经营和使用环节实施拉网式检查，将兽药市场产品与兽药生产企业名录进行认真核对，坚决查处无证企业生产的兽用抗菌药；加强兽用抗菌药生产环节监管。建立健全日常巡查、监督检查、飞行检查等制度，多层次、多形式开展日常监管工作，确保兽药 GMP 制度和兽用处方药管理制度落实到位。
2016.04	《关于促进兽药产业健康发展的指导意见》	力争产业结构进一步优化。中型以上兽药生产企业达到 70%以上，产能利用率提高 10 个百分点以上，产业小散乱局面有效扭转，集中度进一步提升，形成若干具有自主知识产权、品牌名优、竞争力强的大型兽药生产企业；兽药质量进一步提高。兽药质量抽检合格率稳定保持在 95%以上，畜禽产品兽药残留检测合格率超过 97%，兽药生产经营行为进一步规范，生产经营主体的守法意识进一步增强，兽药质量安全水平稳步提高。
2016.10	《全国兽药卫生事业发展规划（2016-2020 年）》	坚持把全面提高从养殖到屠宰全链条兽医卫生风险控制能力作为主攻方向。加强动物养殖、移动、屠宰等关键环节管理，强化从养殖到屠宰全链条兽医卫生风险追溯监管；争取动物疫病防治能力显著增强。16 种优先防治的国内动物疫病达到《国家中长期动物疫病防治规划（2012—2020 年）》提出的考核标准。
2017.02	《“十三五”国家食品安全规划》	农业污染源头得到有效治理，主要农产品质量安全监测总体合格率达到 97%以上；食品安全现场检查全面加强，对食品生产经营者每年至少检查 1 次；食品安全标准更加完善，产品标准覆盖所有日常消费食品，限量标准覆盖所有批准使用的农药兽药和相关农产品；食品安全监管和技术支撑能力得到明显提升。
2017.06	《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020）》	加强重要兽用抗菌药物风险评估和预警提示，加大安全风险评估力度，明确评估时间表和技术路线图，加快淘汰风险隐患品种，推动促生长用抗菌药物逐步退出；严格市场准入。加快兽用抗菌药物审评审批制度改革，推进兽用抗菌药物分类管理，鼓励研制新型动物专用抗菌药物。人用重要抗菌药物转兽用、长期添加用于促生长作用、易蓄积残留超标、易产生交叉耐药的抗菌药物不予批准；规范养殖用药。制定发布《兽用抗菌药物临床使用指南》，进一步规范兽医临床用药行为。推进养殖环节社会化兽医服务体系建设，推动实施兽用处方药管理、休药期规定等兽药安全使用制度。
2020.02	《2020 年畜牧兽医工作要点》	强化饲料兽药质量安全管理。实施“双随机、一公开”饲料质量安全监督抽检，落实饲料质量安全管理规范。加强养殖环节自配料生产和使用管理。开展饲料产品非法添加专项整治行动，实施兽药质量监督抽检和市场整治，严厉打击饲料环节非法添加药物和违禁物质、销售假劣兽药等违法行为。强化饲料质量安全风险预警监测，以牛羊为重点开展养殖环节“瘦肉精”专项整治。严格实施兽药非临床研究、临床试验、生产经营等质量管理规范。实现兽药生产、经销单位全覆盖追溯，加快推进兽药使用环节追溯。



数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

公司作为兽药生产头部企业，享有集中化红利的同时将发挥丰富产品矩阵优势进一步扩大市场份额。2020 年公司兽用化药制剂营业收入 6.3 亿元，根据中国兽药协会发布的《兽药产业发展报告（2018 年度）》，兽用化药制剂领域前 10 名企业年销售额门槛为 3.11 亿元，公司 2018 年度收入已达 4.22 亿元，稳居兽用化药制剂国内市场前十名，自设立以来深耕兽药领域，拥有丰富的兽用化药制剂及核心原料药生产线，在行业内成功建立“猪生病，找回盛”的高知名度，产品以猪用药物为核心，涵盖抗微生物、抗寄生虫等各类药品，同时公司也在家禽、水产、宠物、反刍等其他药品领域进行了拓展，进一步丰富了产品结构。

中兽药市场前景广阔，公司提前布局，整体处于快速发展阶段。2017 年 11 月农业农村部发布的《关于促进兽药产业健康发展的指导意见》中指出将加快中兽药产业发展，建立符合中兽药特点的注册制度。鼓励并支持对疗效确切的传统中兽药进行“二次开发”，简化源自经典名方复方制剂的审批，加大传统中兽药传承和现代中兽药创新研究。加大知识产权保护力度，支持中兽药新产品研发。鼓励中兽药应用现代中药生产新技术、新工艺提高中兽药质量控制技术。加强疗效确切中兽药和药物饲料添加剂研发，扶持饲用抗生素替代产品创制，支持兽医专用药材标准化种植基地建设。回盛 2020 年兽药销售收入同比增长 35%，研究开发的新兽药产品“卫免”成功推向市场，其主要成分为茯苓，主要功效为增强免疫，提高猪对猪瘟疫苗和猪伪狂犬病疫苗的免疫应答，提高抗体水平，延长高水平抗体的维持时间，可修复受损的免疫机能。且湖北回盛中药提取车间已经封顶，预计 2021 年上半年投料试车。

表 2：公司部分兽药产品

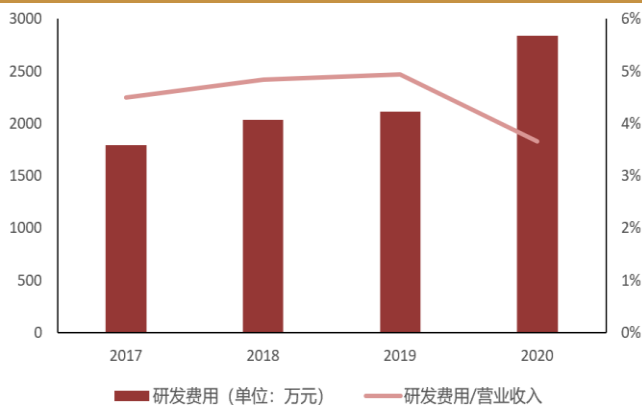
类别	名称	通用名	产品简介	产品图片
原料药	泰万新	酒石酸泰万菌素	猪：用于预防和治疗由支原体及敏感革兰氏阳性菌引起的感染性疾病，如喘气病、支原体关节炎、链球菌性肺炎、副猪嗜血杆菌病、猪肺疫、传染性胸膜肺炎、密螺旋体痢疾等。对喘气病和增生性回肠炎有特效；家禽：用于预防和治疗由支原体及敏感革兰氏阳性菌引起的慢性呼吸道病，如传染性鼻炎、气囊炎、传染性窦炎、传染性滑膜炎、家禽坏死性肠炎等。	
化药制剂	治嗽静	酒石酸泰万菌素预混剂	预防、治疗回肠炎、猪痢疾等消化系统感染；有效提升蓝耳病不稳定猪场的生产成绩降低临床发病。原料自主生产、制剂水溶性好、耐热稳定。	
	万特斐灵	氟苯尼考粉	用于敏感细菌所致的猪、鸡及鱼的细菌性疾病。例如，溶血性巴氏杆菌、多杀性巴氏杆菌和猪胸膜肺炎放线杆菌引起的猪呼吸道感染，沙门氏菌引起的伤寒和副伤寒，鸡霍乱、鸡白痢、大肠杆菌病等；鱼类巴氏杆菌、弧菌、金黄色葡萄球菌、嗜水单胞菌、肠炎菌引起的鱼类细菌性败血症、肠炎、赤皮病等。	
	均崩	阿莫西林可溶性粉	产品易溶于水、溶于水后可保持药效长时间稳定，适用于丹毒、链球菌等疾病的预防。阿莫西林为半合成广谱青霉素类药，抗菌谱及抗菌活性与氨苄西林基本相同，但耐酸性更强，杀菌作用强而迅速。	
	支乐静	替米考星预混剂	用于治疗猪胸膜肺炎放线杆菌、巴氏杆菌及支原体感染，产品适口性好，耐热稳定。	
中药制剂	并可清	定喘散	适用于肺热咳嗽，气喘，有助于化痰、止咳、平喘促进机体康复，精选道地药材，优化加工工艺，适用于呼吸道疾病的控制。	

类别	名称	通用名	产品简介	产品图片
	卫免	茯苓多糖散	增强免疫，用于提高猪对猪瘟疫苗和猪伪狂犬病疫苗的免疫应答。	
饲料级添加剂	绿益态	仔猪用复合预混合饲料	有效缓解应激如高温、严寒、运输、免疫等对主群的影响；预防维生素、氨基酸缺乏，促使皮毛光滑、柔顺，提高生产力；降低疫苗反应，促进抗体产生；可与抗菌剂联合使用，巩固疗效，促进康复。	

数据来源：公司官网，西南证券整理

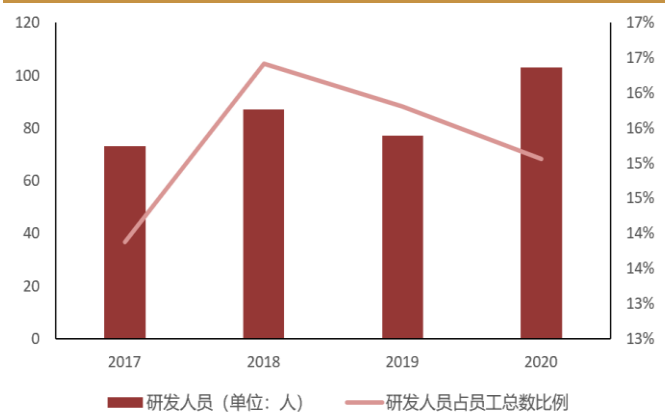
公司注重研发创新，把握原料药制剂一体化的发展趋势。兽用化药制剂企业从制剂向上游原料延伸，具有研发能力的企业将获得产品质量与成本控制两方面的优势。2020 年公司投入研发费用 2838.2 万元，占营收总额的 3.7%，研发人员增至 103 人，作为“湖北省兽药工程技术研究中心”依托单位，成立了“院士专家工作站”并被评为全国先进工作站。公司目前已经掌握包括核心原料药发酵技术、化药制剂产品分子包含及分子凝胶技术、中药提取和制剂干燥技术等在内的多项先进兽药生产工艺。公司自主研发的酒石酸泰万菌素是一种高效、低毒、低残留的新一代大环内酯类兽药，且陆续取得夏威夷链霉菌及其用途、一种酒石酸乙酰异戊酰泰乐菌素的提取方法两项发明专利，掌握了酒石酸泰万菌素原料药发酵菌种及生产提取工艺。公司主导研发的泰地罗新原料及注射液两种二类新兽药已取得农业农村部核发的《新兽药注册证书》。该产品是新一代广谱高效、安全低毒的动物专用大环内酯类抗菌药，是目前用于防治猪呼吸道疾病的重要产品。

图 7：公司 2017-2020 研发费用及研发费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2017-2020 研发人员及占总员工比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 “禁抗”催化兽药需求增长

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。

表 3：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。

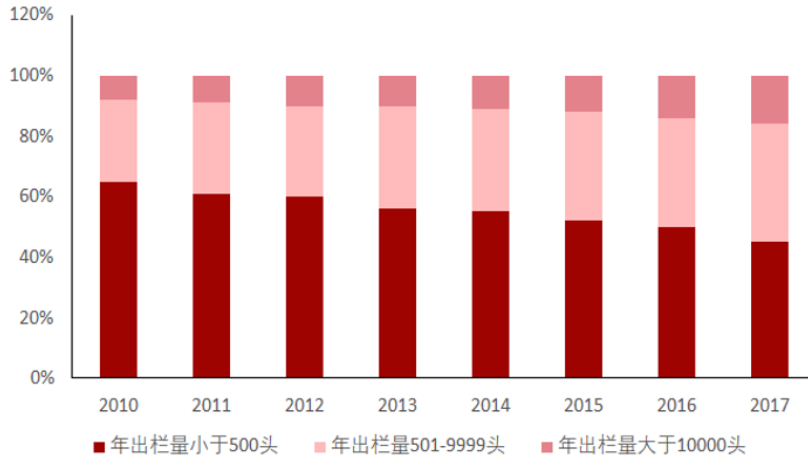
数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

部分抗生素添加剂的禁用将促进其他抗生素类药物的使用需求。农业农村部 246 号文件中指出，自 2020 年 1 月 1 日起，废止 15 种仅有促生长用途的药物饲料添加剂等品种质量标准，其中包括土霉素、亚甲基水杨酸杆菌肽、那西肽、杆菌肽锌、恩拉霉素、喹烯酮、黄霉素、维吉尼亚霉素的相关产品，其使用的方式与计量决定了发挥促进生长类作用或是起治疗疾病的效果，例如土霉素预混剂，如需促生长则每 100 斤饲料，对仔猪投入 25-30g，中、大猪投入 30-50g，禽类投入 25-50g；若需防病则每 100 斤饲料对猪投入 100-175g，禽类投入 70-125g。因部分抗生素类饲料添加剂被禁用，未来养殖户为保证饲养效率将采用多种替代方案来促进促进畜禽生长。参考欧盟饲料禁抗的经验，促生长类抗生素的退出将会影响畜禽免疫力，从而使治疗用抗生素用量上升，在出现病症时对于服用含有抗生素药物的需求将迎来相应的提高。

3 养殖规模化促进需求，“重药轻苗”趋势初现

3.1 规模化养殖更重防疫，公司集团客户量增加

在政府对于生猪养殖环保要求提高以及非洲猪瘟疫情的双重影响下，生猪养殖的规模化快速发展。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%，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。

图 9：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

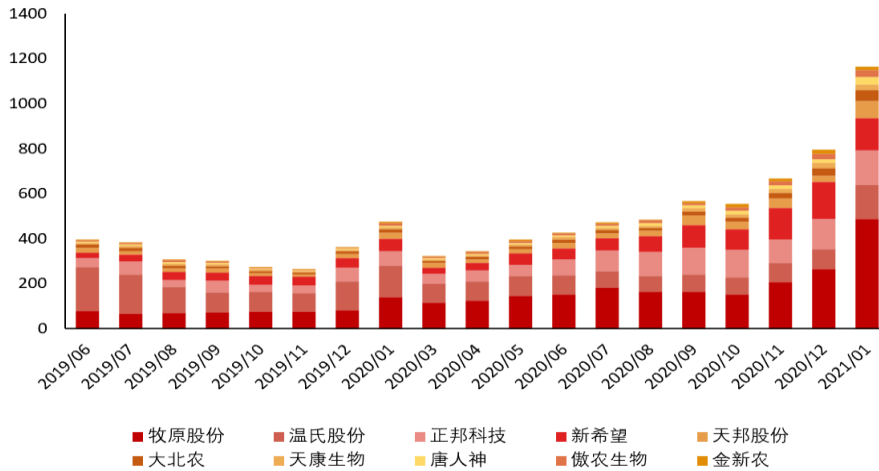
政府强调环保要求，散户养殖难以满足条件。一直以来，我国的生猪养殖行业壁垒低，参与者以散户和家庭农户为主，极度分散、养殖效率较低。按照中国每年出栏 6 亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有 12 亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。但自 2014 年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不离开市场。

表 4：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

在非洲猪瘟以及 2020 年初新冠疫情的影响下，龙头企业规模养殖场，表现出较强防控与抗压能力。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%。2020 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。

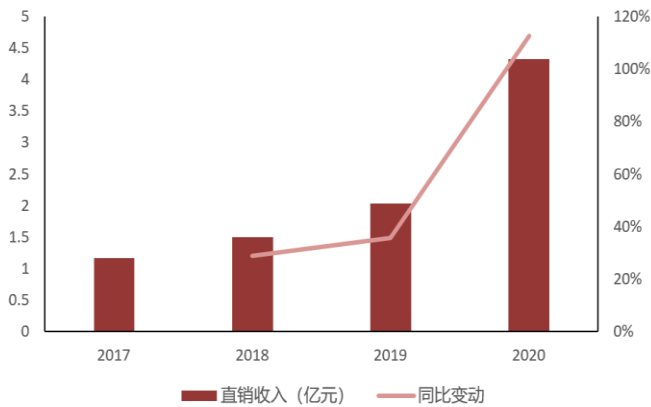
图 10：2019 年 6 月至今上市猪企生猪出栏量（万头）


数据来源：公司公告，西南证券整理

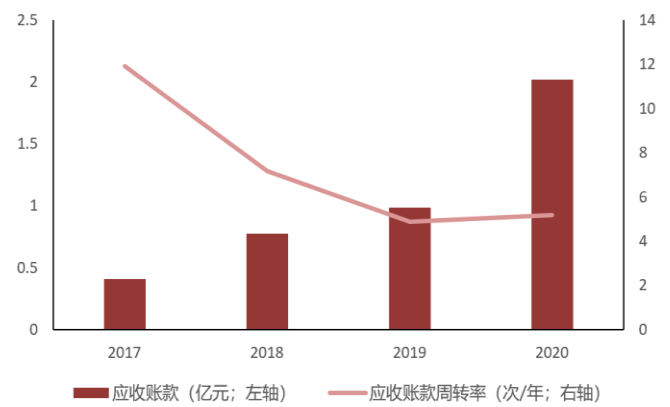
注：因公司披露时间段不同，2020 年/2021 年 1 月数据为 2020 年/2021 年 1 月与 2 月合计总量

上市公司生猪出栏量不断攀升，大型养殖场出栏生猪于市场的份额逐渐扩大。十家上市生猪养殖企业（牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农）整体生猪出栏量分别在 2019 年 8 月以及 2020 年 2 月存在下跌，可归结于非洲猪瘟、新冠疫情的影响，随后在 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，2020 年共计 5498.8 万头，相较于 2019 年 4503 万头同比增长 22.1%，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。**规模化养殖场更加规范，防疫重视程度高，动物保健产品需求随之增长。**根据上市公司年报，不同的大型养殖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，猪用动物保健产品需求增加。

公司营销方面建立了集团客户直销和经销渠道销售相结合的网络，针对不同客户提供有效服务。规模化养殖集团一般采用年度招标的方式，在明确合格供应商及产品名录后与公司签订年度合作框架协议，现已与正邦科技、新希望、双胞胎、天邦股份、中粮肉食、正大集团、扬翔集团、圣农发展、力源集团、立华股份、海大集团等国内知名农牧企业建立了稳定合作关系。而针对中小规模养殖户，公司与经销商签订年度合作协议，约定产品范围及价格、交货期限等内容。2020 年集团客户实现销售收入 4.3 亿元，同比增长 112.7%，客户数量增长 67 家，相应公司应收账款数目也会增长，2020 年应收账款账面价值 2 亿元，较上年同期增长 105.4%，若客户出现经营或财务方面的问题，则公司会存在应收账款逾期回收的风险，公司现阶段应收账款周转率为 5.2 次/年，处于合理空间内，为行业平均水平。

图 11：公司 2017-2020 年直销收入及同比变动


数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 12：公司 2017-2020 年应收账款及其周转率


数据来源：国家统计局，西南证券整理

3.2 “后非瘟”阶段防护持续，“重药轻苗”趋势初显

非洲猪瘟的疫苗正处于积极研制过程中，具体生产问世的时间尚不明确。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。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高，养殖户将为此投入更多的防疫费用，动物保健整体市场扩张。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。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，随后四月、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。农业农村部透露，我国非洲猪瘟疫苗研制工作取得阶段性进展，已完成疫苗环境释放试验，即将进入扩大临床试验和生产性试验阶段。

表 5：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

时间	进度	科研意义
		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

非洲猪瘟变异病毒的出现进一步推动了防控需求，虽致死率降低但生猪免疫力受其影响，继发病症的防疫产品未来市场空间有望提升。中国农业科学院哈尔滨兽医研究所国家非洲猪瘟专业实验室表示，2020 年在对黑龙江、吉林、辽宁、山西、内蒙古、河北和湖北等省的农场和屠宰场的为期 6 个月的检测中，收集到 3660 个样本，发现并分离出 22 株流行毒株，由特征判断是 II 型非洲猪瘟，属于低致死率的自然变异流行株。其临床表现具有一定的隐蔽性，早期的诊断难度更大，2021 年 2 月《中国兽医学报》刊出的《1 株非洲猪瘟病毒自然变异毒株的鉴定》中指出国内发现 1 株 ASFV 自然变异株，病毒的变异不仅为疫苗的研制增添了困难，防治工作也不可松懈。

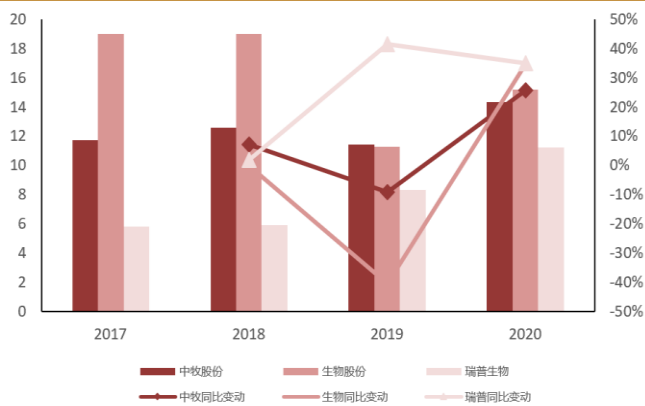
养殖场在慢性非洲猪瘟背景下饲养成功的关键在于控制好继发感染其他病原发病死亡。猪附红细胞体病作为最主要的继发病之一，主要是通过吸血昆虫进行传播，在夏天较为常见，其病因主要为附红细胞体附着于红细胞表面，破坏其防御功能，被寄生部位的红细胞膜两侧的蛋白出现凝集现象，改变原来的规则状态，发生溶血性贫血。目前市场上并没有大规模使用的附红细胞体针对性疫苗，一般会通过服用或是注射化药进行防治。其他并发症包括猪多杀性巴氏杆菌（猪肺疫）、链球菌、猪丹毒等，均需要相应的产品进行防治，未来市场空间扩大，公司发挥丰富产品矩阵优势，有望迎来业绩提升。

表 6：部分继发病特征及防治

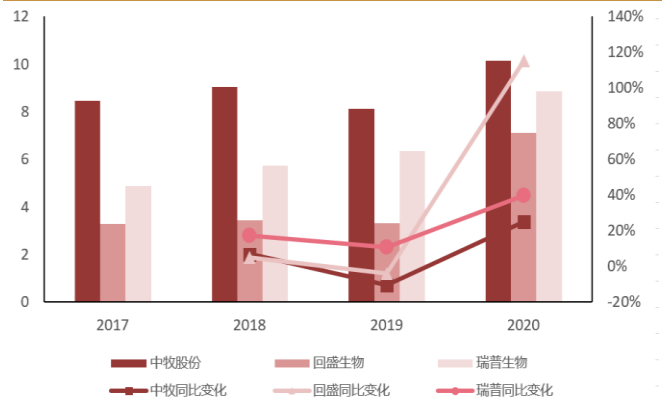
名称	特征	防治方法
猪附红细胞体	直接传播是通过舔食血液或带血的物质，间接是通过活的媒介如疥螨、虱子、吸血昆虫(如刺蝇、蚊子、蝉等)传播，吸血昆虫是最重要的传播途径。主要病症表现包括溶血性贫血、局部粘膜或表皮出血。	治疗的药物虽然很多，但有特效的不多，一般治疗会用血虫净(或三氮咪、贝尼尔)、咪唑苯脲(肌肉或皮下注射)、四环素、土霉素(口服、静注、肌注)、新哌凡纳明(静注)
猪巴氏杆菌病(猪肺疫)	传染途径主要是病原猪分泌物、排泄物和血液等，通过被污染的饲料、饮水和其他器物经消化道感染发病；接触和通过飞沫传播时次要的传染方式。较典型的症状是急性咽喉炎，颈下咽喉部急剧肿大，呈紫红色，触诊坚硬而有热痛；慢性型初期症状不显，继则食欲和精神不振，持续性咳嗽，呼吸困难。	口服疫苗：用多杀性巴氏杆菌 679~230 弱毒株或 C20 弱毒株制成的口服猪肺疫弱毒冻干菌苗，用冷开水稀释后，混入饲料内喂猪，中岸生物拥有此该项兽药产品批文；国内还有用 E0630 弱毒株、TA53 弱毒株和 CA 弱毒株制成的 3 种活疫苗，供肌肉或皮下注射。
链球菌	猪链球菌可以分为 35 个血清型，其中 1、2、7、9 型是猪的致病菌，主要通过感染伤口，可引起猪的急性败血症、脑膜炎、关节炎、心内膜炎、肺炎等疾病。	关于生猪的链球菌病疫苗品种有 8 种，2020 年获得批发的企业有 12 家。
猪丹毒	又称打火印，是由猪丹毒丝菌引起的，临床症状可分为：急性，此型常见，3-4 天内死亡，病死率 80%左右；亚急性，出现有热感的疹块，病程为 1-2 周；慢性则为数周至数月。	种公、母猪每年春秋两次进行猪丹毒氢氧化铝甲醛疫苗免疫。育肥猪 60 日龄时进行一次猪丹毒氢氧化铝甲醛疫苗或猪三联疫苗免疫一次即可；中岸生物产品猪丹毒活疫苗（GC42 株）可以注射也可以口服。

数据来源：维基百科，农业农村部，西南证券整理

在选择防疫措施时,养殖户或将更偏向于选择化药。2020 年公司兽药实现营收 7.1 亿,同比增长 115%,动物保健行业内龙头企业,如中牧股份、瑞普生物的生物制品营收增速分别为 25.7%、34.9%,两家兽用药品对应增速分别为 25%、39.6%,兽药增速整体而言略微领先,单看经营业务更具代表性的生物股份(生物制品营收占比 95%以上),2018、2019 年因受到生猪存栏量的影响生物制品板块的营收减少,2020 年生物制品实现营收 15.2 亿元,同比增长 34.7%。整体来看兽药快速增长势头初现,我们认为现阶段发生趋势变化的原因在于使用化药的防疫成本会相对较低。接种疫苗的方式需保证每只畜禽都进行注射,而药物治疗则是在病情发生的情况下针对染病或疑似个体进行用药,养殖户在综合考虑疫病传染性 & 可控性的基础上,结合现阶段猪价下行趋势,将选择更有利于成本控制的方式,养殖企业对兽药的重视程度也将提高,市场或将呈现疫苗稳定增长,化药快速发展的格局。

图 13: 生物制品板块营收及增速 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 兽药板块营收及增速 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司把握市场机会,多项目建设顺利未来产品质量与产能皆有保障。公司投资 3.7 亿元于湖北省武汉市新沟镇建设粉/散/预混剂自动化生产基地以及研发质检中心。因目前公司粉/散/预混剂生产线产能利用率较高,在销售旺季产能已经饱和,新建项目将提高公司产品的产能水平,自动化生产水平将得到提升,为后续销售规模和市场地位的提升奠定基础。研发中心建设中包含有中试基地、猪病研究院、微生物研究所生物大分子研发平台、质量分析研究所的建设。公司目前完成新药项目研发后的放大试制多通过与有资质的合作或直接在公司兽药 GMP 生产线完成,通常面临许多风险及不便,在研发基地建成后,可满足粉剂、注射剂、片剂、颗粒剂、注入剂等剂型的中试要求,并为公司培养出一批专业的兽药工程化研究人才。

泰万菌素将迎来年产 160 吨的产能增加,中药提取及制剂稳定发展。公司酒石酸泰万菌素类原料药及化药制剂产品的营业收入逐年增长,产品质量不仅在国内得到认可,同时远销东南亚、南非、南美等地。目前原料药的产能利用率已基本饱和,故而公司投入 7000 万建设 160 吨泰万菌素产能。兽用中药方面,公司积极拓展中药制剂领域新产品的研发,已推出板青颗粒、甘草颗粒等新产品,并已取得茯苓多糖散的新兽药证书。为满足上述产品的销售和生需求,公司投入 6000 万拟新建中药提取及制剂生产线项目,进一步提升公司中药制剂的产能水平,目前已成功封顶,预计 21 年上半年投料试车。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1：根据现有生猪及能繁母猪存栏量，以及禽类产能维持高位的现状，预计 2021-2023 年公司兽用化药产品销量增速为 70%/65%/55%，对应毛利率分别为 39%/40%/40%。

假设 2：公司正积极研究兽用中药产品，推进兽药制剂一体化，预计 2021-2023 年相关产品销量增速为 60%/50%/50%，对应毛利率分别为 31%/31%/31%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
兽用化药制剂	收入	628.03	1,067.65	1,761.62	2,730.52
	增速	88.00%	70.00%	65.00%	55.00%
	毛利率	38.50%	39.00%	40.00%	40.00%
兽用原料药、中药及其他	收入	149.43	239.09	358.63	537.95
	增速	60.39%	60.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	30.84%	31.00%	31.00%	31.00%
合计	收入	777.5	1,306.7	2,120.3	3,268.5
	增速	81.98%	68.08%	62.26%	54.15%
	毛利率	37.03%	37.54%	38.48%	38.52%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取动物保健行业中的三家主流公司：中牧股份、普莱柯、瑞普生物。三者 2020 年平均 PE 为 27 倍，2021 年平均 PE 为 23 倍。考虑到公司产品优质，业绩高速增长，合理溢价予以 30 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 66.30 元。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600195	中牧股份	12.13	0.41	0.56	0.67	0.77	30.94	21.20	17.52	15.32
603566	普莱柯	20.68	-	0.84	1.08	-	30.76	24.58	19.20	-
300119	瑞普生物	27.72	0.98	1.22	1.50	2.04	19.18	23.18	18.83	13.81
平均值							26.96	22.99	18.52	14.57
300871	回盛生物	46.85	1.36	2.21	3.47	5.33	34	21	13	9

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

下游养殖业出现疫情；产品销售情况不及预期等。

附表 1: 财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	777.46	1306.74	2120.25	3268.46	净利润	150.16	244.48	383.62	589.14
营业成本	489.59	816.24	1304.43	2009.49	折旧与摊销	19.08	22.80	22.80	22.80
营业税金及附加	4.41	10.26	15.56	23.64	财务费用	-3.88	1.47	5.63	12.12
销售费用	52.56	91.47	159.02	245.13	资产减值损失	-0.97	0.00	0.00	0.00
管理费用	34.36	104.54	190.82	294.16	经营营运资本变动	-298.98	-185.56	-335.58	-471.19
财务费用	-3.88	1.47	5.63	12.12	其他	182.94	-0.50	-0.50	-0.50
资产减值损失	-0.97	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	48.35	82.70	75.98	152.37
投资收益	0.22	0.50	0.50	0.50	资本支出	-285.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.63	0.00	0.00	0.00	其他	-384.82	80.81	-26.24	9.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-670.44	80.81	-26.24	9.41
营业利润	176.52	283.26	445.29	684.42	短期借款	34.00	155.70	362.65	424.44
其他非经营损益	-0.48	-0.25	-0.29	-0.29	长期借款	-33.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	176.03	283.01	445.00	684.13	股权融资	850.71	0.00	0.00	0.00
所得税	25.88	38.54	61.38	94.99	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	150.16	244.48	383.62	589.14	其他	-25.29	-11.18	-5.63	-12.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	825.72	144.52	357.02	412.32
归属母公司股东净利润	150.16	244.48	383.62	589.14	现金流量净额	203.60	308.02	406.76	574.10
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	345.34	653.37	1060.13	1634.23	成长能力				
应收和预付款项	255.54	393.94	655.09	1009.79	销售收入增长率	81.98%	68.08%	62.26%	54.15%
存货	127.27	212.18	339.09	522.37	营业利润增长率	124.70%	60.47%	57.20%	53.70%
其他流动资产	449.00	502.46	742.13	1033.76	净利润增长率	118.36%	62.82%	56.91%	53.57%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	106.79%	60.41%	54.04%	51.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	412.33	391.66	370.99	350.33	毛利率	37.03%	37.54%	38.48%	38.52%
无形资产和开发支出	95.77	93.63	91.50	89.36	三费率	10.68%	15.11%	16.77%	16.87%
其他非流动资产	66.97	66.97	66.97	66.97	净利率	19.31%	18.71%	18.09%	18.02%
资产总计	1752.23	2314.21	3325.90	4706.81	ROE	10.89%	15.06%	19.11%	22.69%
短期借款	63.00	218.70	581.35	1005.79	ROA	8.57%	10.56%	11.53%	12.52%
应付和预收款项	229.13	393.83	639.20	972.76	ROIC	17.08%	17.55%	19.69%	21.08%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.66%	23.53%	22.34%	22.01%
其他负债	80.94	78.05	98.09	131.87	营运能力				
负债合计	373.08	690.58	1318.64	2110.42	总资产周转率	0.65	0.64	0.75	0.81
股本	110.51	110.51	110.51	110.51	固定资产周转率	5.27	9.71	18.61	35.05
资本公积	926.89	926.89	926.89	926.89	应收账款周转率	5.19	5.11	5.14	4.98
留存收益	341.76	586.24	969.86	1558.99	存货周转率	4.90	4.81	4.73	4.67
归属母公司股东权益	1379.15	1623.63	2007.25	2596.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.52%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1379.15	1623.63	2007.25	2596.39	资产负债率	21.29%	29.84%	39.65%	44.84%
负债和股东权益合计	1752.23	2314.21	3325.90	4706.81	带息债务/总负债	16.89%	31.67%	44.09%	47.66%
					流动比率	3.48	2.69	2.18	2.02
					速动比率	3.10	2.36	1.91	1.77
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.36	2.21	3.47	5.33
					每股净资产	12.48	14.69	18.16	23.50
					每股经营现金	0.44	0.75	0.69	1.38
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	191.72	307.54	473.73	719.34					
PE	34.48	21.18	13.50	8.79					
PB	3.75	3.19	2.58	1.99					
PS	6.66	3.96	2.44	1.58					
EV/EBITDA	23.98	14.68	9.38	5.98					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

附表 2：禁用添加剂主要成分及作用机理与功效

禁用添加剂主要成分	作用机理及功效
土霉素	用于防治某些革兰氏阳性和阴性细菌、立克次体、支原体等感染，如附红细胞体病、链球菌病、猪肺疫、猪喘气病、仔猪黄痢和白痢，雏鸡白痢、禽霍乱、鸡慢性呼吸道病、葡萄球菌病、犊牛白痢、羔羊痢疾、牛出败、牛肺炎等，此外，对血孢子虫感染的泰勒焦虫病、放线菌病、钩端螺旋体病等也有一定疗效，还可局部用于坏死杆菌所致的坏死、子宫蓄脓、子宫内膜炎等。另可用于促进仔猪、幼禽的生长发育，提高饲料利用率。
亚甲基水杨酸杆菌肽	杆菌肽通过非特异性的阻断磷酸化酶反应，抑制细菌的黏肽合成而产生抗菌作用。杆菌肽对大多数革兰氏阳性菌如金黄色葡萄球菌、链球菌、肠球菌、梭状芽孢杆菌和棒状杆菌等具有良好的抗菌活性，对放线菌和螺旋体亦有效，主要是促进猪、肉鸡及肉鸭生长。
那西肽预混剂	对革兰氏阳性菌的抗菌活性较强，如葡萄球菌、梭状芽孢杆菌对其敏感，为畜禽专用的抗生素。作用机理是抑制细菌蛋白质合成，低浓度抑菌，高浓度杀菌。用于鸡促进生长。增强饲料营养成分的消化吸收，提高饲料转化率，促进动物生长速率，并具有很强的疫病防控功能；防治球虫病，增进色素沉积，使脚胫发黄，鸡冠透红，羽毛光亮。
杆菌肽锌预混剂	杆菌肽锌抗菌谱和作用机制与青霉素相似，对多数革兰阳性菌如金黄色葡萄球菌、溶血性链球菌、肺炎球菌等有较强的抗菌活性，对少数革兰阴性菌如脑膜炎双球菌、流感杆菌有效，对螺旋体和放线菌亦有一定作用。主要作为饲料药物添加剂，用于仔猪的促生长和增进饲料利用率。其较高剂量亦可防治肠道的细菌性感染。
恩拉霉素预混剂	对革兰氏阳性菌有显著抑菌作用，主要阻碍细菌细胞壁的合成。敏感细菌有金黄葡萄球菌、表皮葡萄球菌、柠檬色葡萄球菌、酿脓链球菌等。而肺炎球菌、枯草杆菌、炭疽杆菌、破伤风梭菌、肉毒梭菌、产气荚膜梭菌亦较敏感，可用于家禽和猪的促生长、预防鸡的水样腹泻、减少断奶仔猪的下痢、促进水产动物生长与提高成活率。
喹烯酮预混剂	喹烯酮属喹恶咪类药物,可促进生长并提高饲料转化率,对多种肠道致病菌(特别是革兰氏阴性菌)有抑制作用,可明显降低畜禽腹泻发生率。具有防病和增重及节约饲料消耗的三重作用。
黄霉素预混剂	黄霉素通过干扰细菌细胞壁的生物合成，导致菌体细胞破裂，对危害畜禽生长的多种病原菌有明显的抑制和杀灭作用，而刺激有益菌的增殖，使肠道菌群的代谢活动变得有益于动物，形成肠道最佳微生物区系，提高动物机体的抵抗力和消化功能。并能够使动物肠壁变薄，促进营养物质的吸收，减少代谢过程中蛋白质和能量损失，提高饲料转化率。
维吉尼亚霉素预混剂	维吉尼亚霉素主要对革兰氏阳性菌有效,主要敏感菌有金黄葡萄球菌、藤黄八叠球菌、肺炎链球菌、魏氏梭菌和螺旋体等,维吉尼亚霉素对动物肠道内的菌群有影响,它可抑杀有害及多余的肠道内细菌,减少氨、挥发性脂肪酸等有毒物质的产生,减缓肠道蠕动,延长饲料在肠道内停留时间,增加营养成分的吸收。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
上海	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
	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
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	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
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn