



把握化药市场，多板块协力共发展

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 非洲猪瘟疫情防控常态化，下游生猪存栏已恢复至4.4亿，叠加饲料端“禁抗”政策，生猪抵抗力受影响，市场兽药需求提升；2) 规模养殖场占比近六成，集约化趋势下，养殖效率成为企业核心关注要素，市场对兽药品质要求提高；3) 1600余家兽用化药企业，落后产能将进一步淘汰，公司作为头部，拥有丰富的优质产品序列和优秀的研发实力，有望强者更强。
- **行业外生、内源出现多种变化，下游养殖企业需求量、质齐升，利好产品力强的头部兽药企业。** 外生方面，动保行业受益于下游养殖企业对防疫需求的提升。一方面，非洲猪瘟疫苗尚未问世，病毒发生变异，目前形成“带毒养殖”的局面，养殖户需严格防范染病风险，对防疫的需求增加；农村农业部2020年要求禁止在饲料端添加促生长类抗生素，生猪抵抗力受到影响，二者协同带动兽药需求增长。另一方面，下游养殖企业正处于持续性规模化趋势当中，养殖效率成为养殖企业核心关注要素，规模养殖密度高、染病风险大，养殖端对产品质量重视程度提高，并强调产品可溯源性，供应商数量有望减少，产品力强的头部企业受益明显。内源方面，行业集中度不断提升，化药行业头部企业迎来增长机遇。在环保要求以及新版GMP更加严格的管理标准下，化药小型企业逐渐退出，落后产能淘汰，行业集中度不断提升，大企业市场份额扩张，叠加下游选择，头部兽药公司市场占有率将进一步提高。
- **公司兽药质量优，新优质单品和海外市场有望成为公司兽药业绩新的增长点。** 猪苗方面，面对市场苗走强、招采苗式微趋势，公司作为招采苗龙头积极调整产品布局，升级产品工艺。2020年以来，公司取得了OA二价灭活苗(OHM/02株+AKT-III株)、OA二价合成肽疫苗(多肽PO98+PA13)和OA二价灭活苗(O/MYA98/BY/2010株+O/PanAsia/TZ/201株+ReA/WH/09株)批准文号，产品针对当前流行毒株防控能力强，公司短期内有7.5亿毫升相关产能进行投放。禽苗方面，公司分拆乾元浩科创板上市，预计将优化公司业务结构，拓宽融资渠道。化药方面，面对“禁抗”公司积极拓展药用抗生素品类，报告期取得多项优质产品批文，并加大“替抗”产品研发。另外，公司化药得到多个海外高端市场认可，随着公司优势单品的陆续推出，海外市场销量有望进一步打开。
- **公司重视研发创新，搭建产学研一体化“大研发”平台，多方面补足公司技术短板。** 公司研发资源丰富、研发能力受多方认可，此外，公司积极拓宽研发合作渠道，与科研院所、大专院校及行业内企业进行多层次的研发合作，科技成果共享，进一步提升公司综合研发实力，补足公司技术短板。公司连续多年研发投入高于同行，2020年研发投入为2.3亿元，近三年公司取得的专利数、专利质量皆有所提升，报告期内取得的新兽药注册证书和批发文书也具有较高分量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为0.56元、0.70元、0.86元，对应动态PE分别为18/15/12倍，参考同行业2021年平均PE为24倍，考虑到公司产品矩阵丰富，龙头地位稳固，予以24倍PE，维持“买入”评级，目标价13.44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)	4998.68	5858.31	6882.47	8286.19
增长率	21.39%	17.20%	17.48%	20.40%
归属母公司净利润(百万元)	420.43	573.04	713.85	872.06
增长率	64.54%	36.30%	24.57%	22.16%
每股收益EPS(元)	0.41	0.56	0.70	0.86
净资产收益率ROE	8.81%	10.65%	11.76%	12.57%
PE	25	18	15	12
PB	1.93	1.73	1.53	1.33

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: liujy@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)	9.67-20.51
总市值(亿元)	102.88
总资产(亿元)	70.69
每股净资产(元)	4.58

相关研究

1. 中牧股份(600195): 业务结构全面, 未来有望继续发力 (2021-04-30)
2. 中牧股份(600195): 产品矩阵丰富, 防控背景下或受益 (2021-03-31)
3. 中牧股份(600195): 养殖回暖正当时, 动保龙头或将受益 (2020-11-25)
4. 中牧股份(600195): 业绩持续增长, 公司进入成长通道 (2020-11-01)
5. 中牧股份(600195): 业绩持续高增长, 下半年继续攀高 (2020-08-24)

目 录

1 公司概况：综合型动保企业	1
2 动保迎增长新机遇，优质产研打造竞争力	2
2.1 多因素驱动兽药景气，利好创新型头部企业	2
2.2 疫苗化药齐头并进，产品优质增收可期	4
2.3 产学研一体化创新，研发投入逐步转化	7
3 盈利预测与估值	9
3.1 盈利预测	9
3.2 相对估值	9
4 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司 2020 年营收结构情况.....	1
图 2: 公司 2020 年毛利润结构情况.....	1
图 3: 2016-2020Q1 公司营业收入及增速.....	1
图 4: 2016-2020Q1 公司归母净利润及增速.....	1
图 5: 2018 年起我国生猪存栏数量变化 (单位: 万头)	2
图 6: 国内 top10 养猪企业生猪出栏量情况.....	2
图 7: 报农业农村部国内非洲猪瘟各阶段发生次数.....	3
图 8: 部分养殖企业兽药开支情况 (单位: 亿元)	3
图 9: 1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量 (单位: 吨)	3
图 10: 2013-2018 年化药、生物制品集中度情况.....	4
图 11: 2015-2019 年兽药行业企业数量 (单位: 家)	4
图 12: 2016-2020 年生物制品营收及毛利率.....	4
图 13: 2016-2020 年公司生物制品产销情况 (单位: 亿毫升)	4
图 14: 2016-2020 年化药营收及毛利率.....	6
图 15: 2016-2020 年公司化药产销情况 (单位: 吨)	6
图 16: 2016-2020 年中牧国外营收及占比	7
图 17: 2016-2020 年公司国内外销售毛利率情况.....	7
图 18: 中牧股份的大研发平台架构.....	8
图 19: 2016-2020 年中牧及可比公司研发投入 (单位: 万元)	8
图 20: 2016-2020 年可比公司研发投入占收比 (单位: %)	8

表 目 录

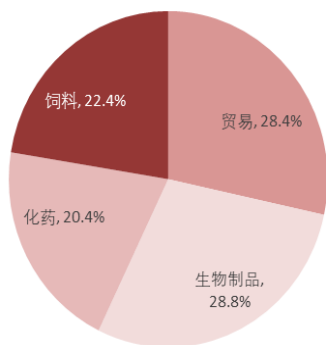
表 1: 2020 年以来公司化药新产品.....	6
表 2: 分业务收入及毛利率	9
表 3: 可比公司估值.....	10
附表 1: 财务预测与估值.....	11
附表 2: 禁用添加剂主要成分及作用机理与功效	12

1 公司概况：综合型动保企业

中牧实业股份有限公司是从事动物保健品和动物营养品研发、生产、销售及技术服务的高新技术企业，正式成立于 1998 年，所属骨干企业拥有超过 80 年的生产和销售经验。中牧股份是国资委旗下大型综合农业央企中国农发旗下企业，1999 年上市。公司主要业务包括兽用生物制品、兽用化药、饲料添加剂和贸易四个板块，是我国兽药行业和饲料行业的重要组成部分，国内拥有 20 多个生产基地，800 多个产品，销售布局全球 60 多个国家和地区，是行业内产线较为齐全的综合型企业。

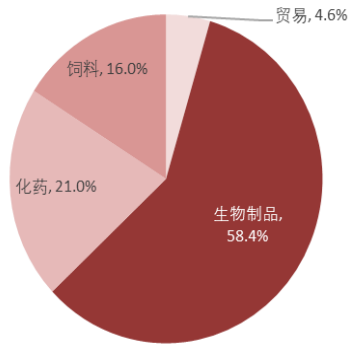
公司主营业务结构：公司生物制品/贸易/饲料/兽用化药四大业务发展均衡，2020 年收入分别为 14.3/14.1/11.2/10.1 亿元，分别占总收入的比例为 29%、28%、22%、20%。公司生物制品贡献了 58.4% 的毛利润，毛利率维持在 50% 以上，兽药、饲料则分别占比 21%、16%，最近三年平均毛利率分别为 30% 和 21%，贸易毛利润占比最低。

图 1：公司 2020 年营收结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

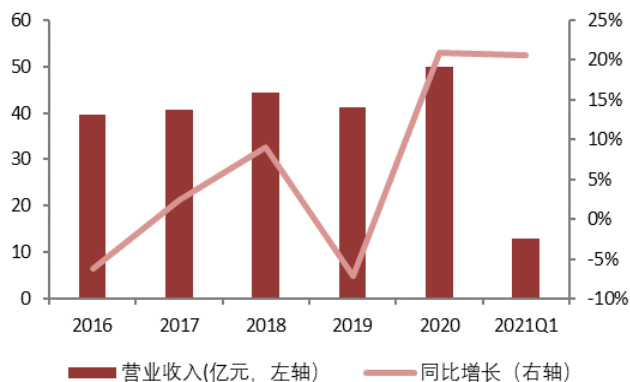
图 2：公司 2020 年毛利润结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

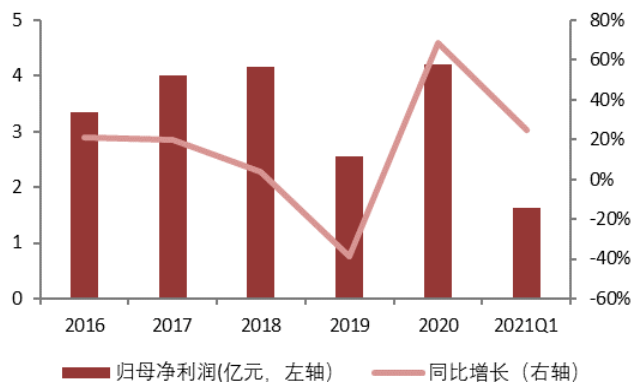
公司业绩状况：2021 年 Q1，公司营业收入为 12.9 亿元，同比增长 20.7%，归母净利润为 1.6 亿元，同比增加 25%，期间综合销售毛利率为 25.7%。2016-2020 年，公司营业收入整体稳中有升，CAGR 为 5.9%，归母净利润 CAGR 也为 5.9%，公司费用控制与营收能力配套性强，受非瘟影响公司 2019 年业绩有所下滑，2020 年收入得益于生猪存栏加速恢复回升。

图 3：2016-2020Q1 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2016-2020Q1 公司归母净利润及增速



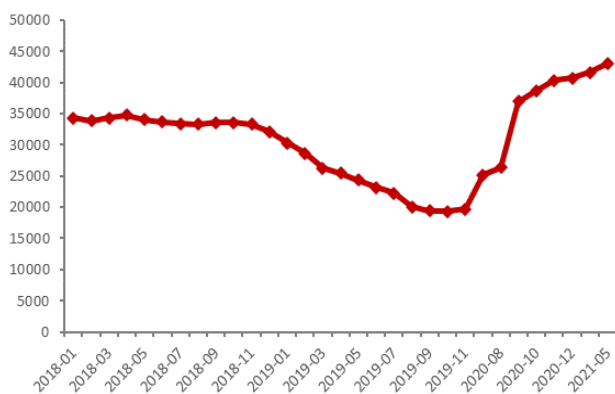
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 动保迎增长新机遇，优质产研打造竞争力

2.1 多因素驱动兽药景气，利好创新型头部企业

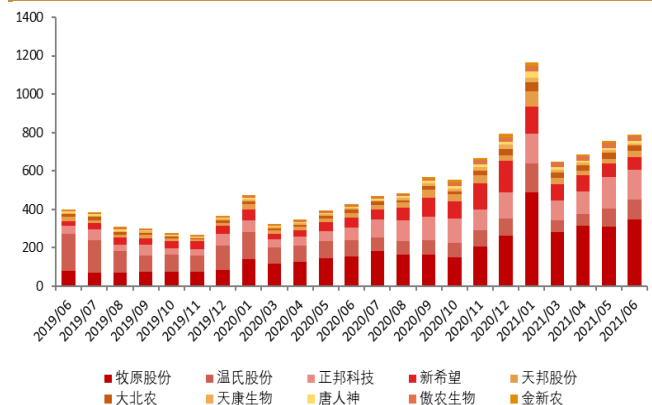
生猪养殖规模化、集约化趋势下，高效养殖成为养殖企业核心需求，养殖企业对兽药需求将出现量、质齐升。受疫情影响的生猪存栏量自 2019 年 11 月开始回调，中国政府网数据显示，当前生猪存栏数已接近 4.4 亿头，兽药需求体量大。养殖成本的提高和非洲猪瘟疫情常态化影响下，散户不断退出市场，2020Q3 国内生猪养殖规模化程度达到 53%，2020 年国内生猪出栏总量为 5.3 亿头，前十大生猪养殖企业出栏量合计达 6396 万头，占比达 12%。《国务院办公厅关于促进畜牧业高质量发展的意见》提出 2030 年要实现我国畜禽养殖规模化率达到 75% 以上的目标。随着规模化养殖比重上升，养殖密度增强，对于防疫要求愈发严格，养殖厂商将更加偏好质量从优的兽药产品，具备创新优势的头部企业受益明显。

图 5：2018 年起我国生猪存栏数量变化（单位：万头）



数据来源：农业农村部，西南证券整理

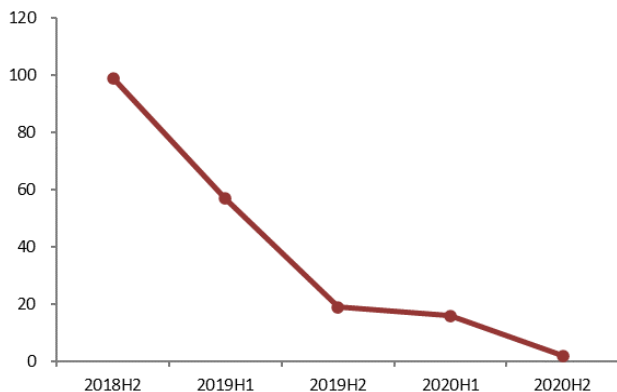
图 6：国内 top10 养猪企业生猪出栏量情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

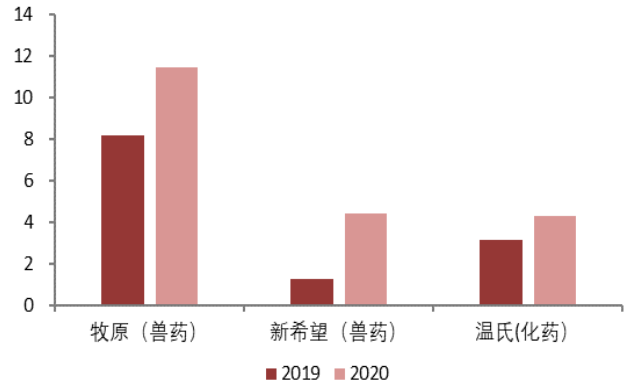
非瘟常态化叠加“禁抗”政策驱动下，养殖企业对疫病防控重视程度提升，兽药需求增加。国内非洲猪瘟防控整体向好，但非瘟疫苗尚未问世。中国农业科学院哈尔滨兽医研究所国家非洲猪瘟专业实验室表示，2020 年在对黑龙江、吉林、辽宁、山西、内蒙古、河北和湖北等省的农场和屠宰场的为期 6 个月的检测中，收集到 3660 个样本，发现并分离出 22 株流行毒株，由特征判断是 II 型非洲猪瘟，属于低致死率的自然变异流行株。其临床表现具有一定的隐蔽性，早期的诊断难度更大，使我国非洲猪瘟的防控工作面临新的挑战。慢性非洲猪瘟背景下，生猪抵抗力受到影响，养殖户饲养成功的关键在于控制好继发感染其他病原发病死亡。

图 7：报农业农村部国内非洲猪瘟各阶段发生次数



数据来源：农业农村部，西南证券整理

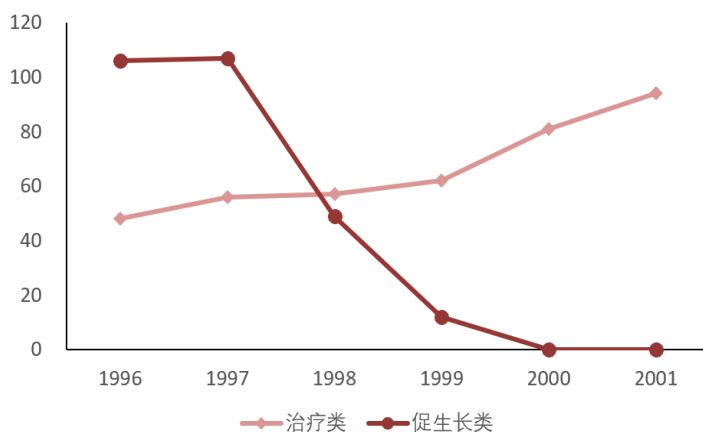
图 8：部分养殖企业兽药开支情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

参考欧盟等发达国家禁抗经验，合理推测饲料端禁止使用抗生素后，为保证养殖效率，药用端抗生素需求增加。2020 年 7 月起为保证食品及公共卫生安全，农业农村部要求所有的饲料生产企业全面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。欧盟国家作为禁抗先行者，在实施禁抗的初期，瑞典生猪平均日增重下降，体重 50-250 磅阶段的饲料转化率降低 1.5%，仔猪死亡率高于 1.5%，母猪产仔数减少 4.8%，养殖户将断奶日龄延后一周；丹麦的养殖户同样面临了仔猪阶段的死亡率上升以及日增重降低的问题，在 1996-2001 年期间，抗生素总体用量变化由 154 吨有效控制至 94 吨，但在此期间治类抗生素整体稳步上升，以有效成分计算其总量从 48 吨上涨到 94 吨。由此我们认为禁抗并不是一蹴而就，在过程中不仅需要对养殖场的设备设施进行升级，而且在疾病发生时需要及时进行现场诊断并合理用药，保证科学的免疫程序。

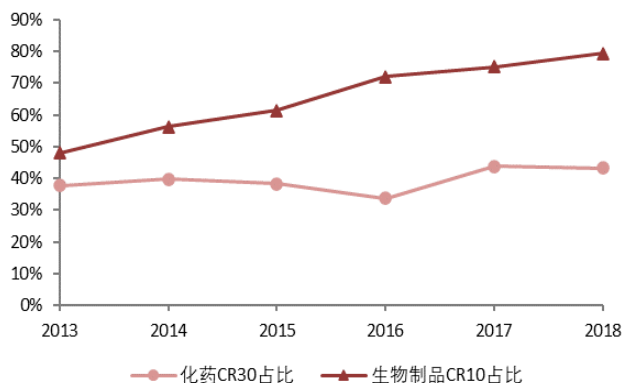
图 9：1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量（单位：吨）



数据来源：DANMAP2000(DVI2001); DANMAP2001(DVI2002)，西南证券整理

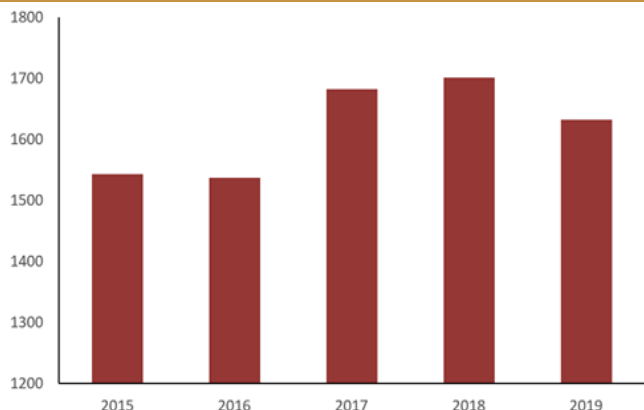
兽用化药行业集中度提升，头部公司有望顺势做强。当前我国兽用化药市场较为分散，2018 年 CR30 占比仅为 43.3%。近年来生物制品和化药市场份额不断向头部企业转移，2019 年我国兽药企业数量为 1632 家，同比减少 4%，小型企业数量减少，大中型企业数量皆有所上升，兽药行业集中度不断提升。早在 2011 年全球动物保健市场 CR5 就已超过 60%，与国外相比，我国兽药市场集中度提升空间较大，尤其是兽用化药类提升空间显著，预计未来我国兽用化药行业集中度将进一步提升，头部公司有望强者更强。

图 10：2013-2018 年化药、生物制品集中度情况



数据来源：牧科传媒，西南证券整理

图 11：2015-2019 年兽药行业企业数量（单位：家）

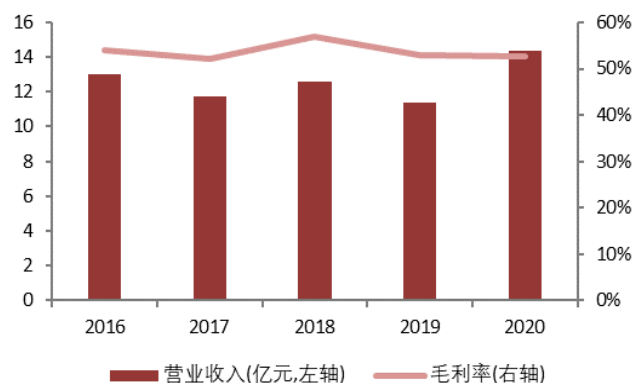


数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

2.2 疫苗化药齐头并进，产品优质增收可期

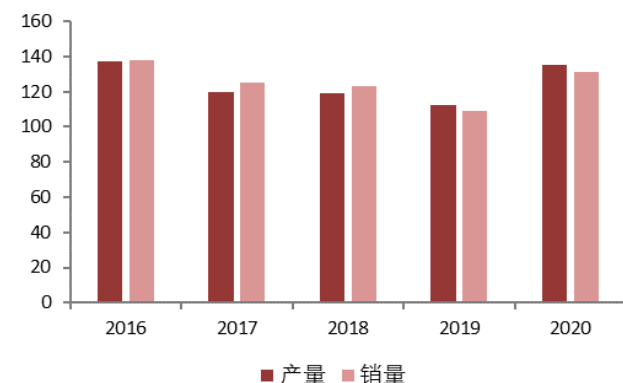
中牧生物制品品类丰富，毛利率表现稳定。公司生物制品品类丰富，以猪用和禽用疫苗为主，具体包括高致病性禽流感疫苗、口蹄疫类疫苗、猪圆环病毒灭活疫苗、猪伪狂犬活疫苗等。2020 年公司生物制品营业收入为 14.3 亿元，毛利率近五年保持在 52% 以上。公司疫苗产销量随下游养殖复苏上显著升，2020 年公司生物制品总产量为 135.2 亿毫升，销量为 131.2 亿毫升，同比 2019 年分别上升 22.9 亿、21.8 亿毫升。

图 12：2016-2020 年生物制品营收及毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：2016-2020 年公司生物制品产销情况（单位：亿毫升）



数据来源：公司公告，西南证券整理

猪苗：公司产品品类多样，把握市场苗替代政采苗的趋势，积极拓展市场苗份额。公司口蹄疫招采苗市场份额连续多年位列第一，从行业发展的角度以及政策推动下，市场苗逐步替代招采苗是大势所趋。2020 年 11 月农业农村部办公厅印发的《关于深入推进动物疾病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》中指出，未来市场发展的方向将以 2021 年、2022 年、2025 年为三个重要节点。2020—2021 年，在河北、吉林、浙江等 10 个省份的规模养殖场户开展深入推进“先打后补”改革试点；2022 年，全国所有省份的规模养殖场户实现“先打后补”，年底前政府招标采购强免疫苗停止供应规模养殖场户；2025 年，逐步全面取消政府招标采购强免疫苗，树立“生产者防疫、受益者付费”理念，支持市场机制在强免疫苗经销、采购、免疫服务等环节起决定性作用。因此，公司从业务政策、研发资金、产品引进等

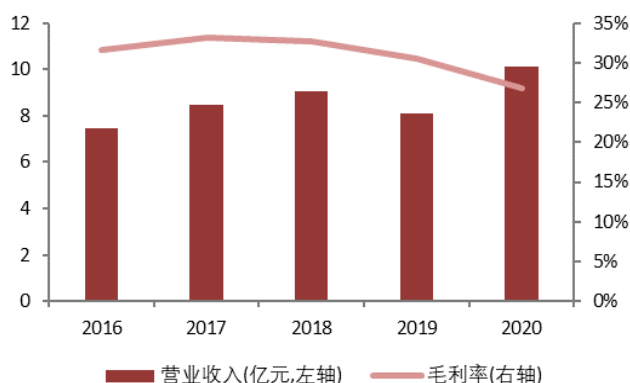
方面给予全方位支持市场苗业务拓展，开发提升集团用户销量，对生产线进行设备更新和工艺改进，公司口蹄疫疫苗品质改善明显，目前已跻身口蹄疫市场苗第一梯队，2016 年市场占有率达到 5%。

产品矩阵丰富，并不断推出新的优势单品，相关产能已获 GMP 认证。2020 年公司获得 23 个新兽药批准文号。包括非瘟活疫苗（细胞源）、伪狂犬病活疫苗（Bartha-K61 株）、猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（R98 株）、猪支原体肺炎灭活疫苗（DJ-166 株）等非强制免疫疾病相关产品；口蹄疫方面仍不断精进，新增 OA 二价灭活苗（OHM/02 株+AKT-III 株）、OA 二价合成肽疫苗（多肽 PO98+PA13）和 OA 二价灭活苗（O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/201 株+ReA/WH/09 株）批准文号，其中 OA 二价合成肽疫苗具有对流行毒株保护针对性强、生物安全性好。产能方面，控股子公司中普生物和兰州生物药厂新区先后获得《兽药生产许可证》和《兽药 GMP 证书》，通过认证的生产线皆用于生产口蹄疫灭活疫苗，合计产能达 7.5 亿头份。优质单品的不断推出丰富了公司口蹄疫疫苗序列，多价优质苗定价更高，公司整体定价水平有望上移，产能的进一步扩充提高了公司疫苗产品的盈利规模。

禽苗：禽流感招采龙头，分拆乾元浩上市优化产业结构。乾元浩禽流感疫苗市场占有率超过 20%，是中国最大的禽用疫苗生产企业，中牧持有乾元浩 52.9% 的股份。中牧 2020 年底发布公告拟分拆乾元浩单独上市，分拆后中牧生物制品将聚焦于畜用疫苗，乾元浩则专注于禽用生物制品领域。乾元浩上市有助于公司拓宽融资渠道，业务进一步精细化。2020 年 12 月 21 日，乾元浩郑州生物药厂获批生产重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N1 Re-11 株+Re-12 株，H7N9 H7-Re3 株），（H5+H7）三价灭活疫苗对当前的分支流行毒株针对性强，保护效果好，是高致病性禽流感疫苗的优势单品。2020 年祖代种鸡存栏 163.3 万套，同比增长 17.2%，100 万套引种量较 2019 年有所减少但仍处于历史高位。祖代种鸡至成熟商品代约需 14 个月的生产周期，预计未来市场仍有较高禽苗需求，优质产品有望享受更高溢价，新单品有望撬动更高收入。

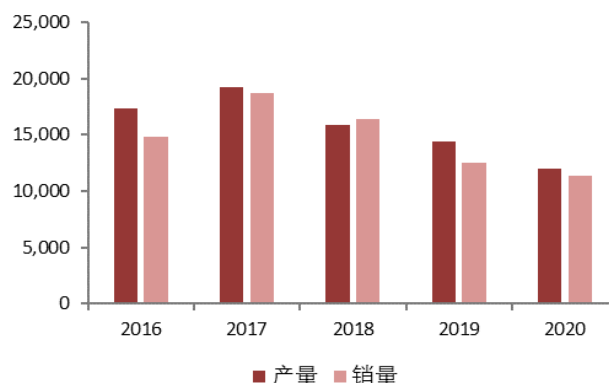
公司化药质量行业领先，产品价格中枢持续上移。公司化药业务主要由公司及公司旗下南京药业、中牧生物、中牧安达和胜利生物运营，截至 2020 年末，公司共有 6 个兽药生产基地，主要产品包括有泰妙菌素、泰万菌素原料药、氟苯尼考原料药、牧乐星、氟欣泰等。中牧股份化药生产技术和产品工艺处于全球领先水平，泰妙菌素、泰万菌素发酵的生产工艺位于国内第一，产品质量超过国际领先同行 10% 左右。公司化药收入 2019 年有所下滑主要是因禁抗政策调整产业线叠加下游生猪养殖整体景气度低所造成，但 2020 年湖北安达投产、生猪产能恢复，业绩回升。2017 年起，公司化药产销量不断下滑，2020 年产量为 11991.4 吨，销量为 11413.5 吨，收入上涨的同时产销量降低，意味着公司产品价格中枢上移，产品创收能力增强。

图 14：2016-2020 年化药营收及毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2016-2020 年公司化药产销情况（单位：吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

面对“禁抗”积极转型，公司加大药用端抗生素化药研发力度。自“禁抗”政策实施后，公司的黄霉素预混剂、喹烯酮预混剂退市，中牧加快治疗类、保健类原料药的研发，推进从“饲料添加类”向“预防治疗类”转型，拓展制剂类产品。2020-2021H1，公司制剂共取得三项注册证书、三项批准文书；公司原料药共取得三项注册证书和一项批准文书，其中布他磷是一种免疫增强剂，能够增强各部位器官的同化作用，促进动物的肝脏功能，增强动物的新陈代谢能力。总体而言，公司通过积极拓展替抗产品，完善化药产品布局，化药业务有望迈入新台阶。

公司重视大环内酯类药物发展前景，增资子公司充分把握市场需求。2021 年 7 月 22 日，公司发布公告称将增资内蒙古中牧 2.5 亿元实施大环内酯类创新驱动产业链提升示范项目，内蒙古中牧前期以生产黄霉素预混剂为主营业务，自 2007 年开始布局泰万菌素生产，在不断提升产品质量，加强技术改造后，于 2014 年实现扭亏，2015 年逐渐实现增盈。泰乐菌素、替米考星、泰万菌素作为大环内酯类药物，附加值高，临床效果好，未来市场增量广阔。本次增资有助于产品质量提高与产能扩张，市场目前尚处于供不应求的状态中，把握先机有助于实现市场份额增长。

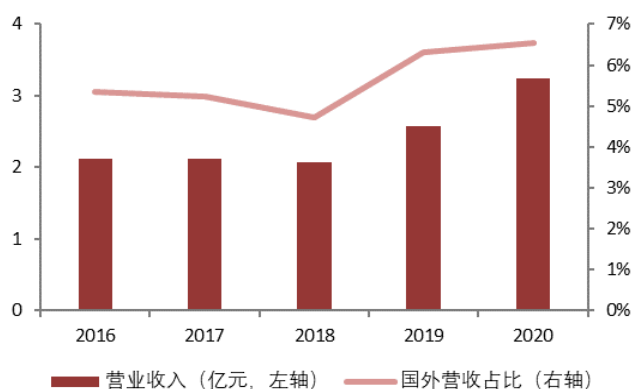
表 1：2020 年以来公司化药新产品

类型	化药通用名	进展
制剂	沙咪珠利溶液	取得注册证书
	泰地罗新注射液	取得注册证书
	加米霉素注射液	取得注册证书
	酒石酸泰万菌素预混剂	取得批文
	盐酸头孢噻呋乳房注入剂（干乳期）	取得批文
	硫酸头孢噻呋乳房注入剂（干乳期）	取得批文
添加剂	卡巴匹林钙可溶性粉（50%）	取得批文
原料药	沙咪珠利	取得注册证书
	泰地罗新	取得注册证书
	加米霉素	取得注册证书
	布他磷	取得批文

数据来源：公司年报，西南证券整理

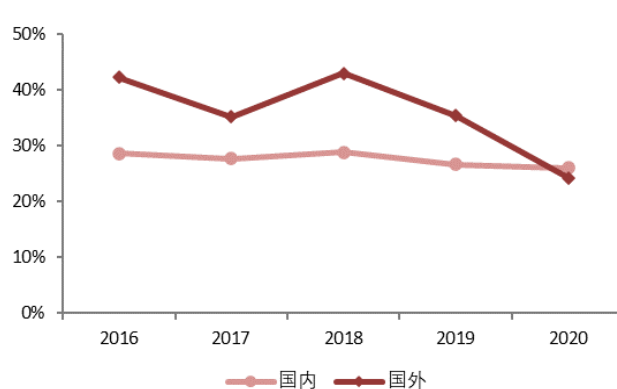
兽用化药受国际市场认可，公司加速开拓海外市场。公司海外收入近年加速提升，占总营收的比例也呈持续提升态势，海外市场毛利率前几年普遍高于国内市场，其中化药出口收入连续多年突破 2 亿元，泰妙菌素的出口量位于全国前列。中牧旗下子公司胜利生物拥有泰妙菌素、海南霉素、莫能菌素等产品，取得了欧盟 COS、日本药品认可证书、澳大利亚 GMP 证书等国际医药体系认证，并以零缺陷的优异成绩通过了美国 FDA 现场审计，成为行业内的标杆企业。中牧旗下子公司中牧安达于 2020 年 10 月 12 日顺利通过了新版兽药 GMP 验收，旗下泰妙菌素获得 FDA 批准，中牧安达成为海外延胡索酸泰妙菌素原料药供应的合规厂商，莫能菌素实现了全国唯一一对北美高端市场的出口。公司兽用化药产品长期获得国际合作大订单，优势产品已顺利进入欧美市场，我们预计化药海外销量将持续增长，带动公司整体盈利上行。

图 16：2016-2020 年中牧国外营收及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：2016-2020 年公司国内外销售毛利率情况



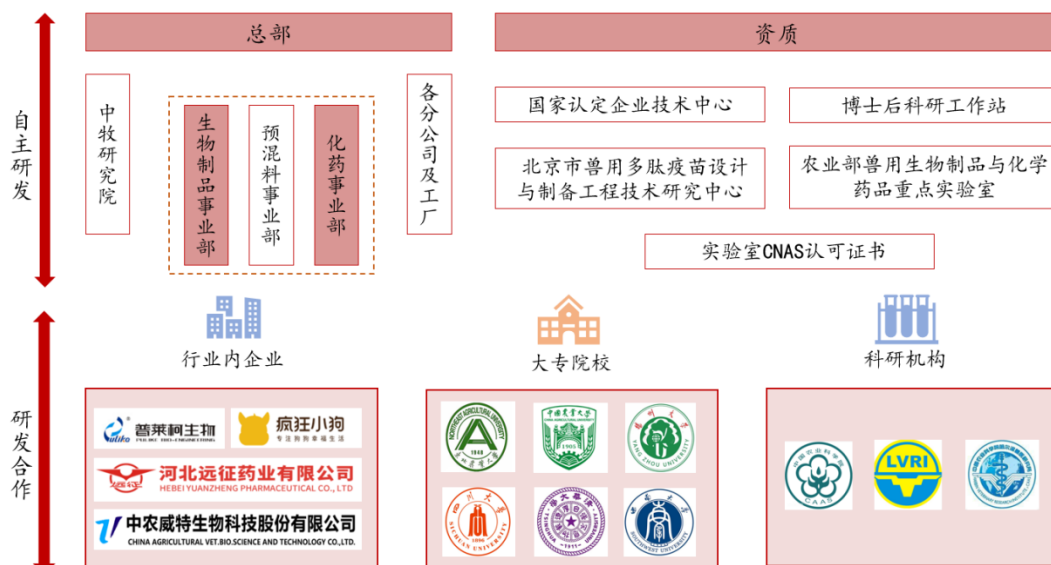
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 产学研一体化创新，研发投入逐步转化

自主研发：公司研发资源丰富，研发体系健全，自主创新能力强。公司具有国家认定企业技术中心、CNAS 认证等资质，拥有分子生物学实验室、病毒分离室等生物安全实验室，2019 年成都厂获批从事非洲猪瘟病原分子生物学的检测工作，侧面彰显了公司研究资源实力。公司独家开创了口蹄疫疫苗无血清细胞悬浮培养和行业领先的五级深层纯化浓缩工艺，其中五级深层纯化浓缩工艺杂蛋白去除率高达 99.99%，免疫副反应较小。公司为多地区客户提供检测服务得到广泛认可，近年取得多项优质产品批文，顺利通过国家企业技术中心评价，公司自主创新能力获得充分肯定。

研发合作：产学研一体化协同创新，多方面弥补公司技术短板。公司拓宽研发合作渠道，与科研院所、大专院校及行业内企业进行多层次的研发合作，打造重点项目共研、科技成果共享的合作机制，提高公司研发能力和科研实力，弥补公司关键核心技术短板。企业方面，中牧完善科技成果评价机制，加大关键核心技术成果奖励。院校方面，公司已与 10 余所高校达成合作，充分发挥高校科研和创新技术，利用产业优势推动技术落地与示范。科研机构方面，中牧借助中国农科院等科研人才和科技成果实现市场核心问题的解决。

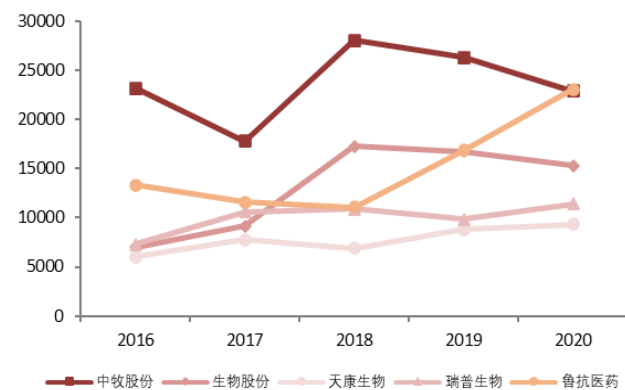
图 18: 中牧股份的大研发平台架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

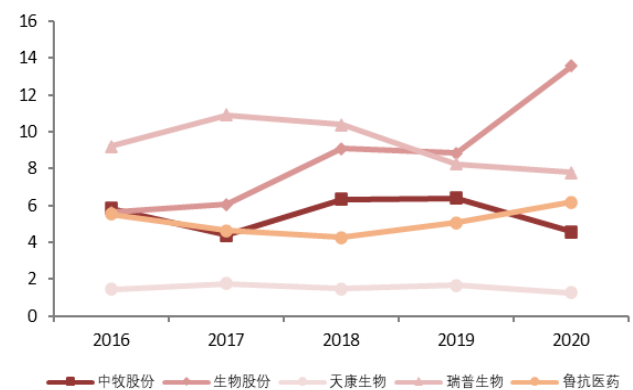
中牧研发投入行业领先，成效逐渐显现。近五年中牧股份研发投入绝对值维持在 1.8 亿-2.8 亿之间，不同年份虽有波动，但是绝对值始终处于行业领先。公司研发费用率较为稳定，维持在 4.3%-6.4% 之间，处于行业中游位置。得益于过去五年持续性的高研发投入，公司累计取得兽药注册证书 37 个，批准文号 132 个，研发产出成果丰厚。2016 年-2020 年 2 月，公司共取得专利授权 20 个，其中 2016 年及以后申请的专利数 16 个，2018 年申请专利数量最多，与研发投入情况基本一致，公司研发产出能力强。

图 19：2016-2020 年中牧及可比公司研发投入（单位：万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：2016-2020 年可比公司研发投入占收比（单位：%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

假设 1: 根据现有生猪与家禽存栏量情况, 结合市场苗替代政采苗趋势, 预计 2021-2023 年公司生物制品增速为 15%/20%/20%, 对应毛利率分别为 53%/54%/55%, 饲料端预计呈现平稳增长, 预计 2021-2023 年公司饲料业务销量增速为 15%/12%/12%。

假设 2: 公司发展化药板块, 产能扩张, 结合当前市场对于疫病防治的需求, 预计 2021-2023 年相关产品销量增速为 40%/43%/40%, 对应毛利率分别为 28%/30%/32%。

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 2: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
生物制品	收入	1432.58	1647.47	1976.96	2372.35
	增速	24.09%	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	52.67%	53.00%	54.00%	55.00%
饲料	收入	1116.74	1284.25	1438.36	1610.96
	增速	18.01%	15.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	18.52%	19.00%	19.00%	19.00%
兽药	收入	1013.59	1419.03	2029.21	2840.89
	增速	24.97%	40.00%	43.00%	40.00%
	毛利率	26.79%	28.00%	30.00%	32.00%
贸易	收入	1413.15	1483.81	1528.32	1574.17
	增速	18.63%	5.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	4.16%	4.00%	4.00%	4.00%
其他	收入	22.61	23.74	24.93	26.17
	增速	-20.7%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	85.3%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	4998.67	5,858.29	6,882.46	8,286.17
	增速	20.87%	17.20%	17.48%	20.40%
	毛利率	26.22%	27.27%	28.49%	30.41%

数据来源: Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取动物保健行业中的三家主流公司: 生物股份、普莱柯、瑞普生物。三者 2020 年平均 PE 为 35 倍, 2021 年平均 PE 为 24 倍, 考虑到公司产品矩阵丰富, 龙头地位稳固, 予以 24 倍 PE, 维持“买入”评级, 目标价 13.44 元。

表 3：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
600201	生物股份	18.53	0.36	0.56	0.85	1.06	57.92	33.09	21.91	17.52
603566	普莱柯	20.12	0.71	0.96	1.21	1.50	29.26	20.94	16.58	13.44
300119	瑞普生物	25.36	0.98	1.31	1.62	2.05	19.18	19.33	15.64	12.34
平均值							35.45	24.45	18.04	14.43
600195	中牧股份	10.13	0.41	0.56	0.70	0.86	25	18	15	12

数据来源：Wind，西南证券整理

4 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)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4998.68	5858.31	6882.47	8286.19	净利润	473.24	638.32	798.70	977.21
营业成本	3687.84	4260.72	4921.54	5766.28	折旧与摊销	191.94	413.45	437.38	449.82
营业税金及附加	31.21	36.87	43.20	52.06	财务费用	18.63	24.39	58.60	101.59
销售费用	434.55	515.53	598.78	745.76	资产减值损失	-35.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	316.46	351.50	419.83	580.03	经营营运资本变动	325.66	-433.11	-125.45	-154.77
财务费用	18.63	24.39	58.60	101.59	其他	-308.11	-158.68	-189.11	-190.17
资产减值损失	-35.23	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	666.11	484.38	980.12	1183.68
投资收益	359.82	160.00	189.00	190.00	资本支出	-628.66	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	1.03	0.00	0.00	0.00	其他	134.03	255.61	153.14	188.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-494.63	245.61	143.14	178.62
营业利润	673.00	829.29	1029.53	1230.47	短期借款	40.00	-90.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-137.00	-86.26	-103.18	-97.54	长期借款	26.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	536.00	743.03	926.35	1132.93	股权融资	89.95	0.00	0.00	0.00
所得税	62.76	104.71	127.65	155.72	支付股利	-80.03	0.00	0.00	0.00
净利润	473.24	638.32	798.70	977.21	其他	98.74	-36.10	-58.60	-101.59
少数股东损益	52.80	65.29	84.85	105.15	筹资活动现金流净额	174.96	-126.10	-58.60	-101.59
归属母公司股东净利润	420.43	573.04	713.85	872.06	现金流量净额	333.53	603.89	1064.67	1260.71
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1048.47	1652.36	2717.02	3977.73	成长能力				
应收和预付款项	670.69	825.34	973.41	1155.17	销售收入增长率	21.39%	17.20%	17.48%	20.40%
存货	708.49	952.34	1053.33	1258.26	营业利润增长率	104.64%	23.22%	24.15%	19.52%
其他流动资产	315.98	247.59	274.85	272.85	净利润增长率	62.79%	34.89%	25.13%	22.35%
长期股权投资	800.59	800.59	800.59	800.59	EBITDA 增长率	72.80%	43.41%	20.39%	16.81%
投资性房地产	28.04	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2274.19	1977.86	1657.59	1324.88	毛利率	26.22%	27.27%	28.49%	30.41%
无形资产和开发支出	754.52	648.66	542.80	436.94	三费率	15.40%	15.22%	15.65%	17.23%
其他非流动资产	164.67	173.42	182.17	190.91	净利率	9.47%	10.90%	11.60%	11.79%
资产总计	6765.64	7278.16	8201.76	9417.34	ROE	8.81%	10.65%	11.76%	12.57%
短期借款	90.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.99%	8.77%	9.74%	10.38%
应付和预收款项	425.30	576.24	625.41	760.06	ROIC	18.16%	21.06%	27.64%	36.33%
长期借款	66.30	66.30	66.30	66.30	EBITDA/销售收入	17.68%	21.63%	22.17%	21.50%
其他负债	814.78	639.75	715.47	819.20	营运能力				
负债合计	1396.38	1282.28	1407.18	1645.56	总资产周转率	0.80	0.83	0.89	0.94
股本	1015.61	1015.61	1015.61	1015.61	固定资产周转率	3.45	3.59	4.40	6.09
资本公积	537.06	537.06	537.06	537.06	应收账款周转率	12.32	13.15	12.84	12.96
留存收益	2918.06	3491.09	4204.94	5077.00	存货周转率	4.61	4.99	4.79	4.89
归属母公司股东权益	4482.43	5043.76	5757.61	6629.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.76%	—	—	—
少数股东权益	886.83	952.11	1036.97	1142.12	资本结构				
股东权益合计	5369.26	5995.87	6794.58	7771.78	资产负债率	20.64%	17.62%	17.16%	17.47%
负债和股东权益合计	6765.64	7278.16	8201.76	9417.34	带息债务/总负债	11.19%	5.17%	4.71%	4.03%
					流动比率	2.30	3.41	4.17	4.62
					速动比率	1.71	2.53	3.30	3.75
					股利支付率	19.03%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.56	0.70	0.86
					每股净资产	5.29	5.90	6.69	7.65
					每股经营现金	0.66	0.48	0.97	1.17
					每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	883.56	1267.13	1525.51	1781.88					
PE	24.66	18.10	14.53	11.89					
PB	1.93	1.73	1.53	1.33					
PS	2.07	1.77	1.51	1.25					
EV/EBITDA	10.12	6.63	4.78	3.39					
股息率	0.77%	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	喹烯酮属喹恶啉类药物,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
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
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	zfy@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
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	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	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn