



## 龙头迎戴维斯双击, 成长性逐步凸显

### 投资要点

- **投资逻辑:** 1) 生猪养殖成本恢复至非瘟前水平, 养殖端盈利能力显著改善, 规模场占比近六成, 防疫重视程度提高, 带动动保需求提升; 2) 公司主营利润第三季度逆势上涨, 同比增长 38%, 口蹄疫市场疫苗市场认可度高, 未来将进一步提高市场份额; 3) 参考欧盟经验, 禁抗后治疗用抗生素市场需求翻倍, 新版 GMP 准则推动化药市场集中度提升, 落后产能逐步淘汰, 龙头从中受益。
- **下游养殖盈利能力修复将使得动保产品需求提升。** 在 2019 年底至 2020 年生猪存栏不断恢复的过程中, 市场将动保作为生猪养殖后周期, 从需求量增长的角度判断未来业绩提升从而提高行业估值, 主要标的迎来近 50% 的涨幅, 后动保企业于 2020 年实现利润同比快速增长, 印证逻辑。当前来看影响业绩的将不再仅仅是即将到来的生猪数量调整, 养殖企业的盈利能力也必须考虑在内, 我们认为动保行业需求的核心影响因素受到非洲猪瘟的一次性影响而短期转变为养殖企业盈利能力的修复, 生猪价格、仔猪成本、饲料成本、死淘率均是影响盈利能力的因素, 四者均呈现边际改善趋势, 未来动保产品的需求将随之增长。
- **公司口蹄疫、大环内酯类产能逐步投放, 市占率将进一步提升, 客户结构不断优化。** 先打后部政策稳步推进, 2025 年强制免疫疫病市场苗将全面取代政采苗, 公司口蹄疫市场认可度高, 未来结构占比不断提升, 核心产品欧倍佳为口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗, 具有抗原谱广、技术国际领先、生产工艺国际领先、抗原纯度高、副反应小等多项优点, 市场反馈良好, 未来随产能利用率不断提高, 兰州新厂二期工程建设完毕后新产能释放, 销量将迎来增长。除此以外大单品渗透提升带动多产品综合布局, 包括针对猪瘟、猪圆环、伪狂犬等疫病的疫苗及联苗, 产品组合拳提升竞争优势。规模养殖场当前在我国生猪养殖户中占比超六成, 其防疫意识更强, 公司明确集团客户重要性, 重点营销, 占比不断提升, 形成常态化跟踪服务方案, 及时研判养殖行情对疫苗需求的影响。
- **“禁抗”带来市场增量, 化药市场集中度不断提升, 公司作为龙头企业将从中受益。** 参考欧盟饲料禁抗的经验, 丹麦 1996 年治疗类抗生素有效成分 48 吨, 至 2001 年上升至 94 吨, “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, 公司南京兽用生物医药产业园项目顺利奠基, 内蒙中牧大环内酯类创新驱动产业提质升级项目启动实施, 胜利生物获得美国 FDA 的出口认证表明公司泰万菌素的产品质量受世界认可未来大环内酯类药物制剂将迎来产销增长, 上下游一体化优势更显。新版 GMP 相较从前更加严格, 落后产能淘汰行业集中化发展, 龙头企业拥有竞争优势, 1600 余家兽药企业截至 21 年三季度通过新版 GMP 检测的约 200 家左右, 公司作为化药优质龙头, 将迅速抢占市场份额, 迎业绩提升。
- **非洲猪瘟疫苗或将取得新进展。** 农业农村部科技发展中心将非洲猪瘟疫苗研发相关项目作为重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项进行公示, 当前亚单位疫苗相关研发关注度较高, 随猪瘟病毒变异, 其毒性逐步减弱而传染性增强, 亚单位灭活苗较弱毒苗而言虽有效性不及, 但安全性更高, 因而推广可能性便更大, 若是未来顺利市场化, 则行业关注度与成长性将进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.56 元、0.7 元、0.86 元, 对应动态 PE 分别为 23/19/15 倍, 同行业可比公司 2022 年 PE 为 20 倍, 考虑到公司产品矩阵丰富, 龙头地位稳固, 且成长性强, 合理溢价, 予以 22 年 27 倍 PE, 维持“买入”评级, 目标价 18.9 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	32	23	19	15
PB	2.47	2.21	1.95	1.71

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)	9.48-14.74
总市值(亿元)	132.74
总资产(亿元)	72.30
每股净资产(元)	4.75

### 相关研究

1. 中牧股份(600195): 主营逆势高增长, 未来优质成长龙头 (2021-10-31)
2. 中牧股份(600195): 业绩稳步提升, 多板块共同进步 (2021-08-30)
3. 中牧股份(600195): 把握化药市场, 多板块协力共发展 (2021-08-12)
4. 中牧股份(600195): 业务结构全面, 未来有望继续发力 (2021-04-30)
5. 中牧股份(600195): 产品矩阵丰富, 防控背景下或受益 (2021-03-31)

## 目 录

<b>1 公司概况：综合型动保企业</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业β有望提升，龙头持续优化创新</b> .....	<b>2</b>
2.1 养殖端盈利能力修复，动保需求随之增长.....	2
2.2 非瘟弱病毒传染性强，疫苗研发或有新进展.....	3
2.3 产品优质市占率有望提升，客户结构持续优化.....	4
2.4 注重研发创新，科技为产品根本.....	8
<b>3 养殖规范化发展，防疫意识不断增强</b> .....	<b>10</b>
<b>4 替代迎市场增量，规范化发展促集中度提升</b> .....	<b>11</b>
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>14</b>
5.1 盈利预测.....	14
5.2 相对估值.....	14
<b>6 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图 目 录

图 1: 公司 2021 年 H1 营收结构情况.....	1
图 2: 公司 2020 年毛利润结构情况.....	1
图 3: 2016-2021Q3 公司营业收入及增速.....	1
图 4: 2016-2021Q3 公司归母净利润及增速.....	1
图 5: 2015 至今生猪存栏量变化 (单位: 万头) .....	2
图 6: 生猪价格变动情况 (单位: 元/公斤) .....	2
图 7: 2020 至今部分动保公司行情图 .....	2
图 8: 2016-2017 年部分动保公司行情图 .....	2
图 9: 2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量.....	4
图 10: 非洲猪瘟病毒结构图.....	4
图 11: 先打后补政策重要时间点 .....	6
图 12: 2016-2020 年中牧及可比公司研发投入 (单位: 万元) .....	9
图 13: 2016-2020 年可比公司研发投入占收比 (单位: %) .....	9
图 14: 中牧股份研发平台架构.....	9
图 15: 十家上市猪企生猪出栏量 (单位: 万头) .....	11
图 16: 1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量 (单位: 吨) .....	12
图 17: 2016-2020 年化药营收及毛利率.....	13
图 18: 公司部分化药制剂产品图 .....	13

## 表 目 录

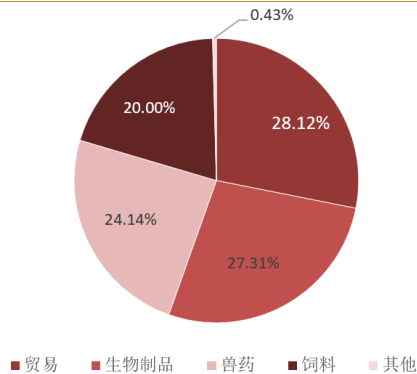
表 1: 部分动保企业经营情况.....	3
表 2: “动物疫病综合防控关键技术研发与应用” 重点专项 .....	4
表 3: 八家拥有口蹄疫生产资质的企业及主要产品.....	5
表 4: 公司部分猪用疫苗简介.....	7
表 5: 重组禽流感三价疫苗种类及生产企业 .....	8
表 6: 畜禽养殖环保政策要求.....	10
表 7: 分业务收入及毛利率 .....	14
表 8: 可比公司估值.....	15
附表: 财务预测与估值 .....	16

## 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，所属骨干企业拥有接近 90 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。

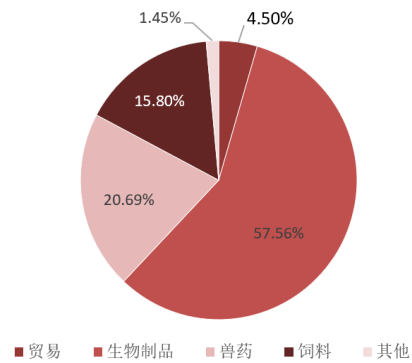
**公司主营业务结构：**公司生物制品/贸易/饲料/兽用化药四大业务发展均衡，2021 年 H1 收入分别为 7.3/7.1/6.2/5.2 亿元，分别占总收入的比例为 28%、27%、24%、20%，相对平均。因 2021 年半年报中并未按此口径进行拆分，故参考 2020 年毛利水平，公司生物制品贡献了 57.6% 的毛利润，毛利率维持在 50% 以上，兽药、饲料则分别占比 21%、16%，最近三年平均毛利率分别为 30% 和 21%，贸易毛利润占比最低。

图 1：公司 2021 年 H1 营收结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

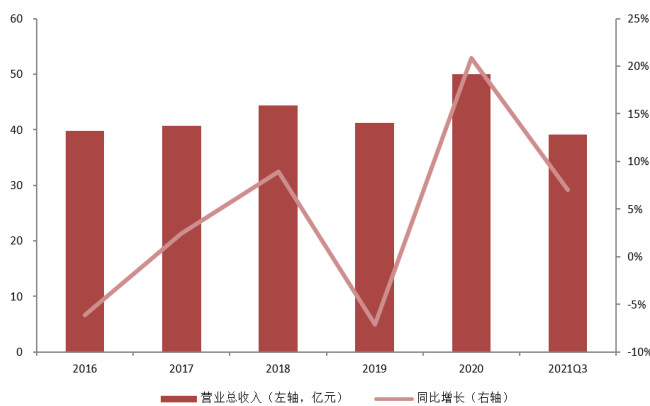
图 2：公司 2020 年毛利润结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

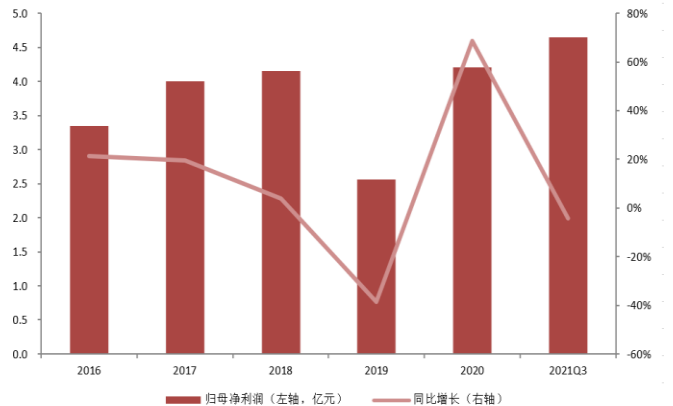
**公司业绩状况：**截至 2021 年 Q3，公司营业收入为 39.1 亿元，同比增长 7%，扣非后归母净利润 4.6 亿元，同比变化增长 22.7%，期间综合销售毛利率为 28.3%。2016-2020 年，公司营业收入整体稳中有升，CAGR 为 5.9%，归母净利润 CAGR 也为 5.9%，公司费用控制与营收能力配套性强，受非瘟影响公司 2019 年业绩有所下滑，2020 年收入得益于生猪存栏加速恢复回升。

图 3：2016-2021Q3 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2016-2021Q3 公司归母净利润及增速



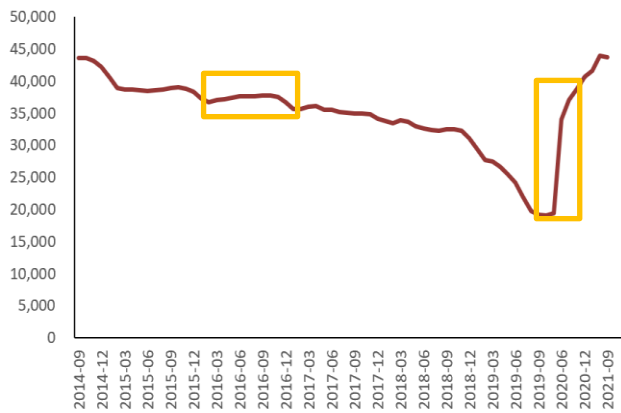
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 行业β有望提升，龙头持续优化创新

### 2.1 养殖端盈利能力修复，动保需求随之增长

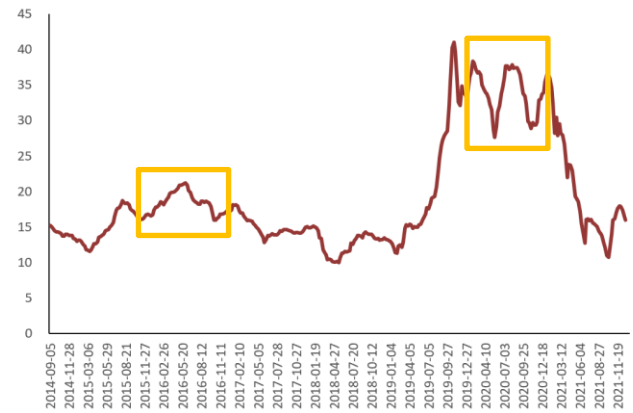
动保产品下游需求的影响因素于不同阶段有所不同。通过观察动保板块历史走势 2014-2018 年的猪周期相较于本轮而言不论是生猪存栏量或是价格波动上都更加平缓，2016 年生猪价格处于相对高位，存栏量自年初 36671 万头逐步增长至 37709 万头，幅度较小，市场在生猪价格高位时预期未来生猪存栏量增长，对于上游动保行业关注度提升，且公司业绩跟随存栏数量均迎来一定幅度的增长，2016 年下半年生猪价格有所回落，但在成本线以上且因动保产品为养殖刚需，其负面影响小于数量带来的正面影响。

图 5：2015 至今生猪存栏量变化（单位：万头）



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：生猪价格变动情况（单位：元/公斤）



数据来源：wind，西南证券整理

本轮猪周期波动相较于以往更加剧烈。在 2019 年底至 2020 年生猪存栏不断恢复的过程中，生猪价格处于高位盘整，市场将动保作为生猪养殖后周期，从需求量增长的角度判断未来业绩提升从而提高行业估值，于 2020 年初出现较为明显的β优势，后动保公司业绩实现同比增长印证逻辑，2020 年中牧股份、生物股份、瑞普生物、普莱柯、回盛生物、科前生物分别实现归母净利润 4.2/4.1/4.0/2.3/1.5/4.5 亿元，同比增速为 68.6%/83.8%/104.9%/108.5%/118.4%/84.6%。

图 7：2020 至今部分动保公司行情图



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：2016-2017 年部分动保公司行情图



数据来源：wind，西南证券整理

随非洲猪瘟得到有效控制，生猪存栏量恢复，猪肉价格于 21 年一路下跌至三季度时，养殖端陷入深度亏损，自此对动保公司产生两方面影响，首先规模养殖户需求量相对稳定，但散户受到价格冲击，在一定范围内将缩减动保预算；另一方面从动保公司的角度看，为了控制资金风险，确保回款质量，将对客户进行筛选，从而达到稳定发展的效果。行业整体来看数量上升带来动保产品需求的提升并不足以消除价格跌破成本线所带来的负面影响，因此今年三季度动保公司业绩普遍不及预期，增速放缓或出现同比下滑，其中普莱柯与生物股份实现利润高速增长主要体现在成本段管控效率高，普莱柯单三季度生猪疫苗实现营收 9311.5 万元，同比增速为 25.9%。

**表 1：部分动保企业经营情况**

	中牧股份	生物股份	瑞普生物	普莱柯	回盛生物	科前生物
2016 年归母净利润 (亿元)	3.34	6.45	1.33	1.88	-	-
同比变化 (%)	21.31%	34.36%	20.37%	32.64%	-	-
2020 年归母净利润 (亿元)	4.2	4.06	3.98	2.28	1.5	4.48
同比变化 (%)	68.59%	83.76%	104.88%	108.47%	118.36%	84.55%
2021 年 Q3 归母净利润 (亿元)	1.48	1.61	0.89	0.67	0.18	1
同比变动 (%)	11.13%	41.83%	-15.59%	65.72%	-58.54%	-27.10%

数据来源：公司年报、季报，西南证券整理

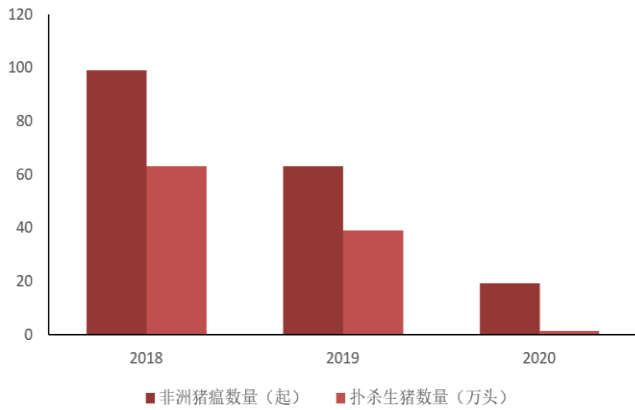
**核心影响因素发生改变，未来盈利能力修复所带来的正面影响将大于生猪数量的调整。**本轮猪周期的特殊之处在于受到非洲猪瘟的影响，生猪养殖企业间成本区间被拉大，不同养殖主体的成本差距可达到 10 元/公斤，我们认为动保行业需求的核心影响因素受到非洲猪瘟的一次性影响而短期转变为养殖企业盈利能力的修复。养殖企业盈利能力的修复需不单只考虑猪肉价格，成本端的饲料价格、生猪死亡率、仔猪成本等均需包括在内，随能繁母猪结构调整，优质品种提高，成本将逐步修复至非瘟前水平，整体盈利能力成明显边际改善趋势，而下游动保产品作为养殖效率的保障，需求量将迎来回升。从养殖数量的角度来看，2021 年 10 月能繁母猪存栏量环比下降 2.5%，更多是结构上的改变，预计生猪数量的调整将会是循序渐进的，因此即使在生猪数量小幅减少的情况下，盈利能力修复对于下游动保产品需求的推动仍将对业绩产生正面促进。

## 2.2 非瘟弱病毒传染性强，疫苗研发或有新进展

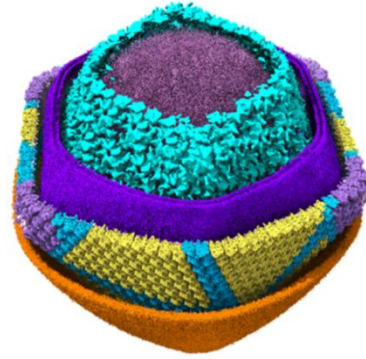
非洲猪瘟病毒于我国不断演绎的过程中，致死性减弱，传染性增强。1921 年非洲猪瘟首次出现在肯尼亚，是一种高致死性传染病。2017 年该病毒传入俄罗斯，2018 年 8 月首次出现在中国并在一个月时间内蔓延到全国各地。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到 100%，目前还没有可用于预防和治疗的疫苗，因此对防控工作要求很高。按照中国大陆相关法律法规，当确认非洲猪瘟的案例时，一般进行三项措施：扑杀、无害化处理、疫区建立与管理。

根据农业农村部的数据显示，2018-2020 年全国共发生非洲猪瘟 99、63、19 起，共计扑杀生猪 63、39、1.4 万头，发生数量以及扑杀数量的减少主要是归功于防疫力度以及重视程度的提升，但与毒株的演绎也有不可分割的关系。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。非洲猪瘟病毒向流行性方向发展，出现非瘟弱毒株，弱毒株毒性降低但感染几率成倍增加，且其潜伏期可高达 30 天或更久，不易检测，发病猪场更难发现、难根除、难控制。

**图 9：2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量**


数据来源：农业农村部，西南证券整理

**图 10：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

**非洲猪瘟疫苗研发或有新进展。**2021 年 12 月 20 日农业农村部科技发展中心关于国家重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项 2021 年度揭榜挂帅项目安排进行了公示，4 个项目中包含有非洲猪瘟基因缺失疫苗研发、非洲猪瘟亚单位疫苗研发、非洲猪瘟活载体疫苗研发，亚单位疫苗相较于基因缺失弱病毒苗在有效性上可能会有所不及，但安全性相对更高，相关研发工作正处于推进中，结合当前非瘟弱毒株流行性强的特点未来推广可能性更高，若顺利达成商业化则动保板块市场规模扩张，成长性进一步增强，有望迎来估值提升。

**表 2：“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项**

项目名称	项目牵头单位	项目实施周期 (年)
畜禽冠状病毒的遗传变异、致病与免疫机制	华中农业大学	3
非洲猪瘟基因缺失疫苗研发	中国农业科学院北京畜牧兽医研究所	3
非洲猪瘟亚单位疫苗研发	中国农业科学院兰州兽医研究所	3
非洲猪瘟活载体疫苗研发	军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所	3

数据来源：农业农村部，西南证券整理

## 2.3 产品优质市占率有望提升，客户结构持续优化

公司 2021 年第三季度实现营业收入 13.2 亿元，同比变动 -3.3%，归母净利润 1.5 亿元，同比增长 11.1%，扣非后归母净利润 1.5 亿元，同比减少 0.17%。在扣非基础上扣除投资净收益 0.3 亿元，**主营业务实现归母净利 1.1 亿元，同比增长 37.5%**。三季度受到下游养殖端深度亏损的影响，公司第三季度生药板块能实现较好发展我们认为主要原因在于两方面：1) 产品优质市场竞争力强；2) 客户结构不断优化。

### (1) 优质口蹄疫市场苗迅速发展

**口蹄疫疫苗生产壁垒高**，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、中联生物医药(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 3: 八家拥有口蹄疫生产资质的企业及主要产品**

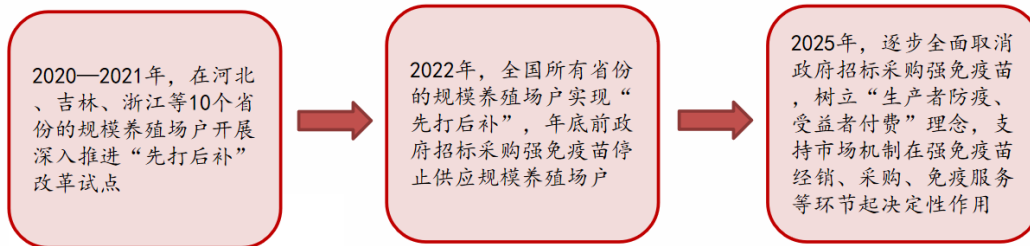
资格公司	主要产品
中牧实业	灭活苗: 猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株); 口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗(O/HB/HK/99 株+AF/72 株+Asia-1/XJ/KLMY/04 株, 悬浮培养); 口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗(O/rV-1 株+A/rV-2 株); 猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株); 口蹄疫 O 型灭活疫苗(OS 株); 口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活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

**先打后补政策推行, 推动市场苗发展。**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。



图 11：先打后补政策重要时间点



数据来源：农业农村部,西南证券整理

公司口蹄疫疫苗市场认可度高，未来结构占比不断提升。公司主打产品欧倍佳为猪口蹄疫 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），具有多项优势：1) 抗原谱广，O/MYA98/BY/2010 株是我国目前 O 型流行优势毒株，O/PanAsia/TZ/2011 株对田间泛亚毒株具有良好保护力，Re-A/WH/09 株对 A 型毒 G1 和 G2 分支都具有坚强的保护力，一针含有 3 种疫苗毒株，与流行毒匹配性更好，抗原谱更广；2) 技术国际领先，Re-A/WH/09 株采用反向遗传技术手段定向设计构建获得，该毒株具有高产能、高效力特点；3) 生产工艺国际领先，使用无血清悬浮培养工艺，使用口蹄疫生产工艺的顶尖技术：亲和层析工艺制备；4) 抗原纯度高、副反应小，采用独特的抗原浓缩工艺使疫苗 146S 远高于国内其他企业，可诱导更强、更持久的免疫力，保护效力 $\geq 15$  个 PD50。采用独特的层析纯化技术有效去除 98% 杂蛋白，杂蛋白水平 $\leq 200\mu\text{g}/\text{头份}$ ，内毒素含量 $< 1\text{EU}/\text{ml}$ ，有效降低副反应。公司口蹄疫市场当前已跻身第一梯队，于下游集团养殖客户中渗透率不断提升，随政采苗逐步退出市场，公司迅速抢占市场份额，凭借优质产品把握成长性机遇。

#### (2) 客户结构持续升级，多产品布局优势拓张

公司把握主动权，选择优质客户进行合作，集团客户占比不断提升，并持续加大开发力度。在养殖端进入深度亏损区间时，公司为降低资金风险，尽量与账期短、回款能力强、需求相对稳定的规模养殖户进行合作。较散户养殖而言，规模养殖场具有抗风险能力更强以及防疫重视程度更高的特点。在未来的营销策略方面，公司加强对集团客户开发的督办力度，形成生猪养殖集团客户常态化跟踪服务方案，及时研判养殖行情对疫苗需求的影响，通过抓龙头，用大单品深耕终端，组建大单品技术服务工作专班，及时提供专业化的技术服务，进一步加强开发力度。

大单品渗透提升带动多产品综合布局，产品组合拳提升竞争优势。除口蹄疫疫苗这一大单品外，畜用疫苗板块拥有丰富产品矩阵，包括针对猪瘟、猪圆环、伪狂犬等疫病的疫苗及联苗。且公司不断研发创新，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。通过大单品打开客户渠道后，逐步推动非口蹄疫疫苗销售增长，与优质服务相结合，提高用户粘性。

**表 4：公司部分猪用疫苗简介**

名称	通用名	产品特征	产品图片
欧倍佳	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (OMYA98/BY/2010 株 +O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株)	抗原谱广，疫苗毒与流行毒匹配性更好，抗原谱更广，一针含 3 种疫苗毒株，即 O/Mya98 毒株、泛亚毒株、A 型的 WH/09 毒株。同时对于目前流行的中国古典毒株、印度 2001 毒株也均有坚强有效的保护；技术水平国际领先；生产工艺国际领先；抗原纯度高、副反应低。	
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)	免疫谱广：对目前流行的 O/Mya98、Cathay、PanAsia、Ind-2001、A/GDMM、A/WH-09、A/AKT-III 等流行毒株均有坚强保护；保护效果好：146S 含量远高于国家标准，加上较低的杂蛋白和内毒素含量，保证了产品极佳的保护效果；行业领先的生产工艺：应用行业领先的无血清悬浮培养工艺、五级深层纯化浓缩工艺，确保了产品的优质品质；可用于净化：该产品匹配相应检测试剂盒，可精准区分疫苗免疫与野毒感染动物，可用于口蹄疫的净化；猪牛羊通用型产品：该产品可适用于猪、牛、羊	
圆梦	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株, II)	采用水佐剂开发的全病毒猪圆环病毒 2 型灭活疫苗；让防疫更轻松，让起效更快速；让抗体更持久，让使用更安全；提高母猪配种率，提高母猪产仔数；提高仔猪日增重，降低猪群死淘率。	
腹康	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗 (HB08 株 +ZJ08 株)	区域流行变异毒株、针对当前腹泻疫情；抗原含量超高，免疫效果更佳。	
肺祥	猪支原体肺炎灭活疫苗 (DJ-166 株)	本土毒株；蛋白纯化定量，引领行业新标准；免疫更精准；进口佐剂效果更好；抗原缓释长效，一针可至出栏。	
威联	高致病性猪繁殖与呼吸综合征、猪瘟二联活疫苗 (TJM-F92 株 +C 株)	无免疫干扰；威联免疫优于猪瘟、蓝耳单苗免疫效果；免疫荧光技术检测猪瘟含量，更精确、更稳定、更有效；针对流行毒株，更安全有效；一针保护，顺利出栏。	
蓝洁	猪繁殖与呼吸综合征活疫苗 (R98 株)	安全：中国本土自然弱毒株；便捷：通过农业农村部批准认证的可用于滴鼻的蓝耳病活疫苗株；有效：有效激活细胞免疫；工艺：卓越品质，始终如一。	
感绝	猪流感病毒 H1N1 亚型灭活疫苗 (TJ 株)	国内率先上市，欧美养殖业已经普遍应用多年；精选优势流行毒株，经克隆纯化培养，血凝效价、基因序列稳定性俱佳；含高滴度病毒病原，灭活前每毫升病毒含量 $\geq 107.0$ TCID <sub>50</sub> ，血凝效价达 1:1024；采用进口佐剂、先进乳化工艺配置疫苗，实现高效缓释、保护期长达 6 个月；有效阻断各类由猪流感继发的细菌性、病毒性呼吸综合征 (PRDC) 病原，降低成本，提高效益。	

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司积极进行产能升级，市场占有率有望进一步提升。2018 年公司发布关于投资兰州生物药厂生产区整体搬迁项目的公告，预计将投资 11.7 亿元实现兰州生物药厂生产区整体搬迁至兰州市高新区榆中园，突破老产区生产条件限制，显著改善发展环境。项目分为先期建设与余期建设，先期建设包括口蹄疫疫苗生产一车间，检验动物舍，动力中心，污水处理设施，质检楼以及综合楼等配套设施，计划于 2020 年 12 月完成建设；余期建设内容包括口蹄疫疫苗生产二车间，非口蹄疫疫苗产品生产一车间、二车间，合成肽及试剂盒生产车间，健康动物舍，原材料及成品库，固废暂存库、化学品库等，及道路绿化配套设施，计划于 2020 年 4 月开始建设，2023 年底前全部完工。当前先期建设已经完成，新厂投产且产能利用率将逐步提升，通过 GMP 认证的两条口蹄疫细胞悬浮培养灭活疫苗生产线，年产能可达 5 亿头份，有效改善市场供不应求的现状，同时公司业绩将迎来提升。

禽用疫苗主要由子公司乾元浩进行生产销售。乾元浩为禽流感疫苗龙头企业，未来进行分拆上市业务结构进一步优化。全国拥有禽流感生产资质的生药企业共 11 家，乾元浩市场占有率领先，是中国最大的禽用疫苗生产企业之一，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。公司直接持有乾元浩 27.2% 的股份，2020 年底发布公告称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。

表 5：重组禽流感三价疫苗种类及生产企业

疫苗名称	拥有生产资格的企业
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗 （H5N2 rSD57 株+rFJ56 株，H7N9 rLN79 株）	广州市华南农大生物药品有限公司
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）	青岛易邦生物工程有限公司
	乾元浩生物股份有限公司郑州生物药厂
	辽宁益康生物股份有限公司
	哈药集团生物疫苗有限公司
	哈尔滨维科生物技术开发公司
	肇庆大华农生物药品有限公司
	广东永顺生物制药股份有限公司
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗 （细胞源，H5N1 Re-11 株+Re-12 株，H7N9 H7-Re3 株）	普莱柯（南京）生物技术有限公司
	吉林冠界生物技术有限公司
	山东信得动物疫苗有限公司

数据来源：农业农村部，西南证券整理

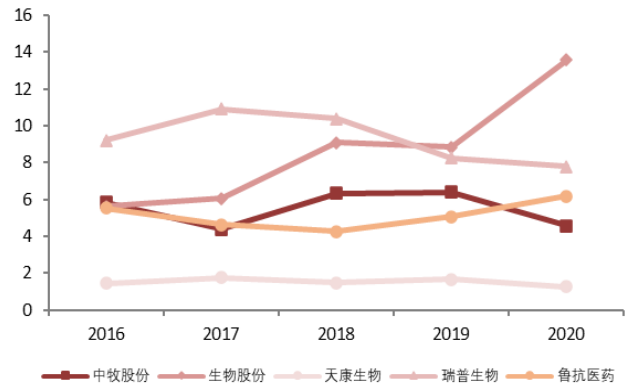
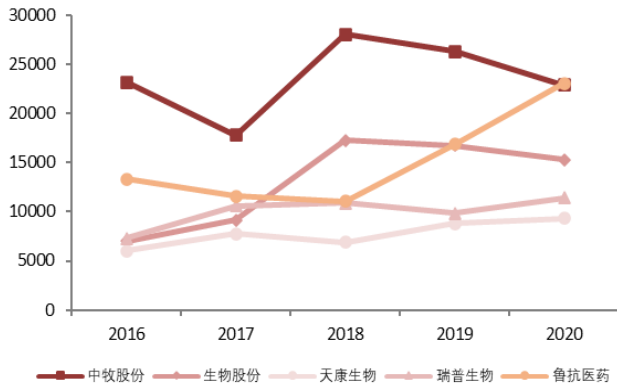
## 2.4 注重研发创新，科技为产品根本

公司注重研发，依照市场需求不断进行产品迭代。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

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 12: 2016-2020 年中牧及可比公司研发投入 (单位: 万元)

图 13: 2016-2020 年可比公司研发投入占收比 (单位: %)

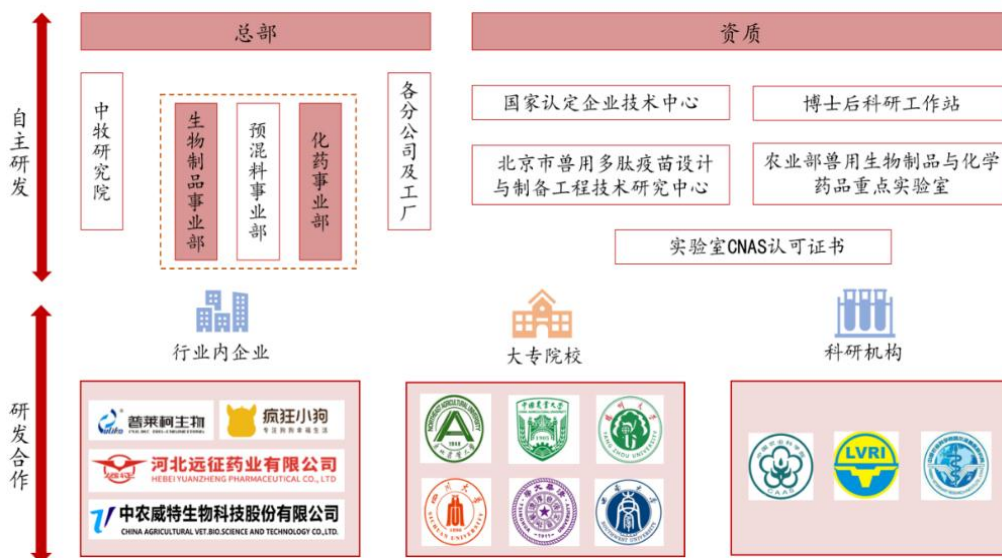


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

研发方式上,公司自主与合作并行。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,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。另一方面,公司产学研一体化协同创新,多方面弥补公司技术短板,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 14: 中牧股份研发平台架构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3 养殖规范化发展，防疫意识不断增强

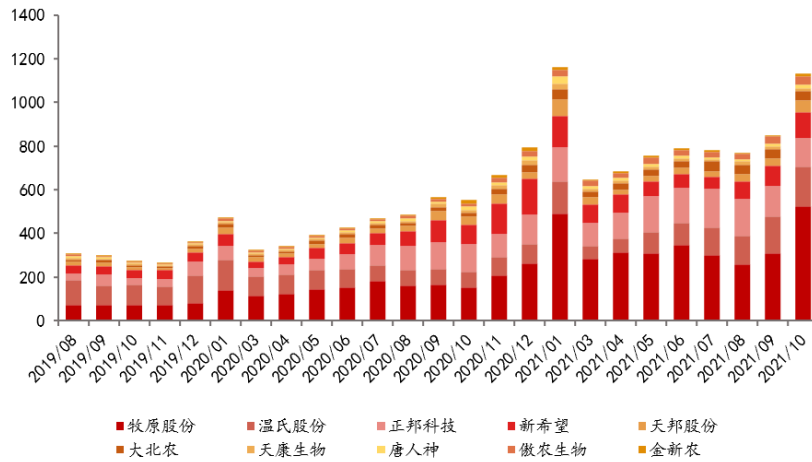
政府环保要求与非洲猪瘟推动规模化养殖迅速发展。政府强调环保要求，散户养殖难以满足条件。一直以来，我国的生猪养殖行业以小型养殖为主。按照中国每年出栏 6 亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有 12 亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。但自 2014 年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不开离市场。

表 6：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》	进一步明确禽畜养殖场、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》	科学划定禽畜养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的禽畜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，合理规划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

规模养殖企业表现出更强的疫病防控以及风险应对能力。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。2020 年，生猪出栏量较大的十家上市养殖公司（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）占总生猪出栏量的比例有所提升，2020 年国内生猪出栏总量为 5.3 亿头，十家上市生猪养殖企业出栏量合计达 6396 万头，占比达 12%；2021 年前三季度全国生猪出栏 4.9 亿头，十家上市猪企共出栏 7569 万头，占比约在 15% 左右。

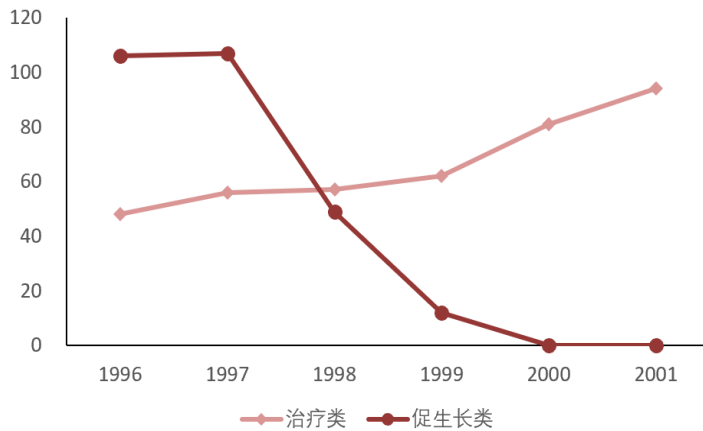
**图 15：十家上市猪企生猪出栏量（单位：万头）**


数据来源：各公司公告，西南证券整理；注：因各家披露情况不同，各年1月为当年1月、2月销售合计数据

生猪集团养殖企业逆周期布局，未来产能扩张，行业集中度有望进一步提升。2021年9月牧原股份发行可转债95.5亿元，其中51亿元将投入生猪养殖建设，19亿投入生猪屠宰项目建设，余下25.5亿元用于补充流动资金，所涉及23个生猪养殖项目共计可提供产能677.3万头；正大集团于招股说明书（申报稿）中表示，公司本次拟向社会公众公开发行不超过5.7亿股，预计募集资金150亿元，其中42亿元用于补充流动资金，余下108亿将投入到17个生猪养殖产业链项目中，主要包括饲料、养殖以及生猪屠宰相关业务的部署；21年11月新希望发行可转债，募集资金总额81.5亿元，其中57.1亿元将投入到18个生猪养殖项目建设中，建设周期皆在两年左右。由此可见规模养殖场产能仍持续扩张，从而更有利于在生猪价格拐点初现时对市场作出反应，从而占领市场份额。从动保企业的角度来看，加强与优质集团客户的合作是首要任务，未来随防疫意识不断提高，规模养殖场倾向于选择产品质优，品牌形象好的动保公司进行合作，公司作为龙头企业将从中受益。

## 4 替抗迎市场增量，规范化发展促集中度提升

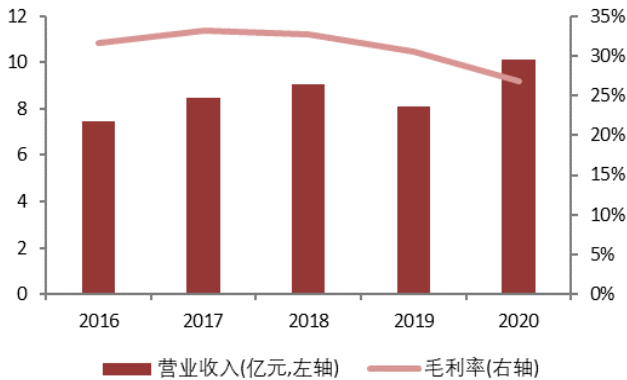
禁抗推动治疗用药物需求增加。2020年7月起为保证食品及公共卫生安全，农业农村部要求所有的饲料生产企业全面停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。公司原有的万牧欣（喹烯酮预混剂颗粒）、牧乐旺（黄霉素预混剂颗粒）两项饲料添加剂产品主要成分被列入禁抗名单，但因其并非公司主要产品，所以造成影响较小。参考欧盟发达国家的禁抗经验，在实施禁抗的初期，瑞典生猪平均日增重下降，体重50-250磅阶段的饲料转换率降低1.5%，仔猪死亡率高于1.5%，母猪产仔数减少4.8%，养殖户将断奶日龄延后一周；丹麦的养殖户同样面临了仔猪阶段的死亡率上升以及日增重降低的问题，在1996-2001年期间，抗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 16：1996-2001 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

**新版 GMP 实施，行业规范化发展，集中度提升。**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。新版兽药 GMP 将于 2020 年 6 月 1 日起施行，根据公告，所有兽药生产企业均应在 2022 年 6 月 1 日前达到新版兽药 GMP 要求；未达到新版兽药 GMP 要求的兽药生产企业（生产车间），其兽药生产许可证和兽药 GMP 证书有效期最长不超过 2022 年 5 月 31 日。新版 GMP 与 2002 年实施的质量管理规范的主要区别包括：（1）提高无菌兽药和兽用生物制品的生产标准；（2）提高特殊兽药品种生产设施要求；（3）提高并细化软件管理要求；（4）提高从业人员的素质和技能要求；（5）细化管理流程和文件内容。新版 GMP 对兽药质量要求提升，和国际先进标准已处于同一水平，落后产能面临淘汰，产品的国际竞争力提高。我国兽药行业有望迎来洗牌，中小型企业、软硬件设施弱的企业和创新能力差的企业将面临较大压力，有望出清离场或被收购，具有较高资金实力、创新实力的头部企业优势有望进一步强化。

**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、内蒙中牧和胜利生物运营，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，2020 年产量为 11991.4 吨，销量为 11413.5 吨。自“禁抗”政策实施后，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。

**图 17：2016-2020 年化药营收及毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 18：公司部分化药制剂产品图**


数据来源：公司官网，西南证券整理

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。

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。

在深抓产品质量之余，公司同样重视管理改革，任期制与契约化充分调动员工主观能动性。公司以国资委下发的《关于国企改革三年行动方案》为依据，制定相关行动规划并于 2021 年 11 月 29 日进行企业领导人员任期制契约化签约仪式，未来将按照基本绩效和超额奖励两种方式进行激励，对于考核目标的执行力度会更加严格，在工资总额、收入分配、员工进出等改革上取得突破。同时，积极推进、规范开展公司系统在技术、营销、管理等方面的关键岗位实行市场化选聘和揭榜挂帅，努力把经营高手、管理能手和成本杀手的最大潜能发挥出来。



## 5 盈利预测与估值

### 5.1 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 年公司生物制品销量增速为 15%/13%/20%, 对应毛利率分别为 53%/54%/55%, 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 7: 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	1861.64	2233.97
	增速	24.09%	15.00%	13.00%	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

### 5.2 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, 2022 年平均 PE 为 20 倍。考虑到公司产品矩阵丰富, 龙头地位稳固, 且成长性强, 合理溢价, 予以 22 年 27 倍 PE, 通过计算 PEG, 2021-2023 年三年间归母净利润复合增速为 27.5%, PEG 为 0.98 小于 1, 维持“买入”评级, 目标价 18.9 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
600201	生物股份	16.35	0.36	0.54	0.77	0.97	57.92	30.06	21.04	16.54
603566	普莱柯	22.11	0.71	0.93	1.18	1.47	29.26	22.36	17.77	14.23
300119	瑞普生物	24.12	0.98	1.02	1.21	1.47	19.18	23.36	19.66	16.20
平均值							35.45	25.26	19.49	15.66
600195	中牧股份	13.07	0.41	0.56	0.70	0.86	32	23	19	15

数据来源：Wind，西南证券整理

## 6 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：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	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>666.11</b>	<b>484.38</b>	<b>980.12</b>	<b>1183.68</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-494.63</b>	<b>245.61</b>	<b>143.14</b>	<b>178.62</b>
<b>营业利润</b>	<b>673.00</b>	<b>829.29</b>	<b>1029.53</b>	<b>1230.47</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>536.00</b>	<b>743.03</b>	<b>926.35</b>	<b>1132.93</b>	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	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>174.96</b>	<b>-126.10</b>	<b>-58.60</b>	<b>-101.59</b>
归属母公司股东净利润	420.43	573.04	713.85	872.06	<b>现金流量净额</b>	<b>333.53</b>	<b>603.89</b>	<b>1064.67</b>	<b>1260.71</b>
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	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>资产总计</b>	<b>6765.64</b>	<b>7278.16</b>	<b>8201.76</b>	<b>9417.34</b>	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	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1396.38</b>	<b>1282.28</b>	<b>1407.18</b>	<b>1645.56</b>	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5369.26</b>	<b>5995.87</b>	<b>6794.58</b>	<b>7771.78</b>	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%
					<b>每股指标</b>				
					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	31.57	23.16	18.60	15.22					
PB	2.47	2.21	1.95	1.71					
PS	2.66	2.27	1.93	1.60					
EV/EBITDA	13.41	8.92	6.69	5.02					
股息率	0.60%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
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
	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
	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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn