

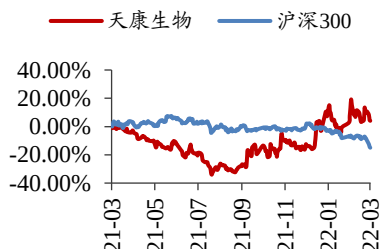
积极调整养殖业务，生猪出栏稳步增长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-10

收盘价（元）	11.13
近 12 个月最高/最低（元）	12.83/6.95
总股本（百万股）	1,354
流通股本（百万股）	1,076
流通股比例（%）	79.51
总市值（亿元）	151
流通市值（亿元）	120

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 全产业链布局的国内养殖服务龙头企业。

天康生物创立于 1993 年，形成动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构。2016-2020 年，公司营业收入从 44.4 亿元增长至 119.9 亿元，年复合增长率 22.0%。2021 全年预亏 6.3 亿-7.3 亿元，主要是猪价大跌拖累生猪养殖业务所致。

● 饲料业务稳步增长，开拓市场谋求新增量。

公司自 1993 年创立以来持续从事饲料业务，已成为新疆最大饲料生产企业，并逐步向中原、西北地区扩展市场。2018-2020 年，公司饲料业务营收从 25.6 亿元增长至 42.2 亿元，年复合增长率 28.4%；1H2021 公司饲料营收 25.9 亿元，同比增长 33.6%。饲料业务持续快速增长主要由于公司不断加速产业一体化建设，进一步扩大市场份额，西北陕甘宁青市场的积极开拓逐渐成为了饲料业务新的增长点。

● 积极调整养殖业务，2022 年生猪出栏有望达到 220 万头。

面对猪价快速下行、饲料原料价格上涨等问题，公司及时调整发展规划，饲料部门回归主业，并全面叫停外购仔猪，科学规划生猪养殖业务。公司充分发挥产业链一体化优势，通过合理规划自产饲料和兽药疫苗业务保证养殖全程可控，优化母猪结构，强化非瘟防控措施，降低生猪养殖成本。2022 年公司有望出栏生猪 220 万头，其中新疆 100 万头，河南 70~80 万头，甘肃 50 万头，稳步推进公司新三年规划。

● 全国兽用生物制品企业前 10 强，研发创新打造核心竞争力。

公司是国内动物疫苗生产品种最全企业之一，是全国兽用生物制品企业前 10 强。公司的禽流感疫苗、布病疫苗、小反刍兽疫疫苗以及口蹄疫产品等政府强制免疫疫苗销量连续多年全国排名前三。公司坚持科技创新，重视人才培养，持续加大研发投入，共获得 18 项国家新兽药证书、60 余项发明和实用新型专利，形成了丰富的产品和技术储备。

● 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 163.58 亿元、217.42 亿元、286.7 亿元，同比分别增长 36.5%、32.9%、31.9%，对应归母净利润-6.65 亿元、-1.46 亿元、11.65 亿元，对应 EPS 分别为-0.62 元、-0.14 元、1.08 元。我们预计生猪价格有望于 2023 年开始上行，现给予公司生猪头均市值 5000 元，对应生猪业务 110 亿元市值，再考虑饲料、疫苗和玉米代储业务 6 亿元净利润对应市值 120 亿元，公司目标市值 230 亿元，合理估值 16.99 元，给予“买入（首次）”评级。

● 风险提示

畜禽疫病风险、原材料价格波动风险、畜禽产品价格波动风险、食品安全风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11987	16358	21742	28670
收入同比（%）	60.3%	36.5%	32.9%	31.9%
归属母公司净利润	1720	-665	-146	1165
净利润同比（%）	166.9%	-138.7%	78.0%	894.9%
毛利率（%）	31.0%	12.6%	15.2%	20.2%
ROE（%）	27.6%	-11.9%	-2.7%	17.7%
每股收益（元）	1.61	-0.62	-0.14	1.08
P/E	6.58	—	—	10.70
P/B	1.83	2.24	2.30	1.89
EV/EBITDA	6.78	-90.29	60.42	13.43

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 全产业链布局的国内养殖服务龙头企业	6
1.1 综合布局，打造产业完整闭环	6
1.2 公司实控人新疆建设兵团，管理层持股平台新疆天邦鸿康	7
1.3 受养殖板块拖累，2021 年公司预亏 6.3-7.3 亿元	8
2 饲料业务稳步增长，开拓市场谋求新增量	10
2.1 饲料行业步入成熟阶段，以全国大型集团为主导	10
2.2 产业协同助力成本优化，市场开拓抢占市场份额	11
3 养殖业务承压，科学规划静待反转	14
3.1 周期回顾	14
3.2 2023 年猪价有望步入上行周期	14
3.3 综合规划降低养殖成本，科学布局推进产能发展	17
4 兽用疫苗市场稳步发展，国内市场前景广阔	19
5 盈利预测、估值及投资评级	21
5.1 盈利预测	21
5.2 投资建议	23
风险提示：	23

图表目录

图表 1 公司产业链结构	6
图表 2 公司发展历程	7
图表 3 公司十大股东名单（截至 2021 年 12 月 23 日）	7
图表 4 公司营业收入及增速，亿元、%	8
图表 5 公司归母净利润及增速，亿元、%	8
图表 6 2020-1H2021 公司各业务营收，百万元	8
图表 7 1H2021 年公司业务营收占比	8
图表 8 2020-1H2021 公司各产品业务占比，%	9
图表 9 2020-2021 公司各区域营收变化，百万元	9
图表 10 公司毛利率与净利率变动，%	9
图表 11 公司销售、管理及财务费用率变动，%	9
图表 12 公司流动比率和速动比率走势图	10
图表 13 公司资产负债率走势图，%	10
图表 14 全国饲料产量走势图	11
图表 15 2020 年全国饲料产量分类图	11
图表 16 2018-2020 公司饲料产量及增速，万吨、%	12
图表 17 2018-1H2021 公司饲料业务营收及增速，百万、%	12
图表 18 2018-1H2021 公司饲料销量及增速，万吨、%	12
图表 19 公司饲料业务产品占比，%	12
图表 20 2020 年公司饲料业务成本构成，%	13
图表 21 1H2021 可比上市公司饲料业务毛利率，%	13
图表 22 2020 年全国各省畜牧业产值，亿元	13
图表 23 2019 年全国各省市饲料总产量，万吨	13
图表 24 猪粮比对应时间列表	14
图表 25 全国能繁母猪存栏量同比增速走势图	15
图表 26 全国能繁母猪存栏量环比增速走势图	15
图表 27 50 公斤二元母猪价格走势图，元/头	15
图表 28 规模猪场 15 公斤仔猪价格走势图，元/头	15
图表 29 自繁自养生猪养殖利润走势图，元/头	16
图表 30 外购仔猪养殖利润走势图，元/头	16
图表 31 猪肉产品进口量及同比增速	16
图表 32 2020-2021 年猪肉及猪杂碎月度进口量，万吨	16
图表 33 90 公斤以内生猪出栏占比	16
图表 34 生猪出栏体重走势图	16
图表 35 公司生猪养殖业务收入走势图，亿元、%	17
图表 36 公司生猪出栏量走势图，万头	17
图表 37 公司生猪养殖业务成本走势图，亿元、%	17
图表 38 公司生猪养殖毛利率走势图，%	17
图表 39 公司生产性生物资产走势图，百万元、%	18

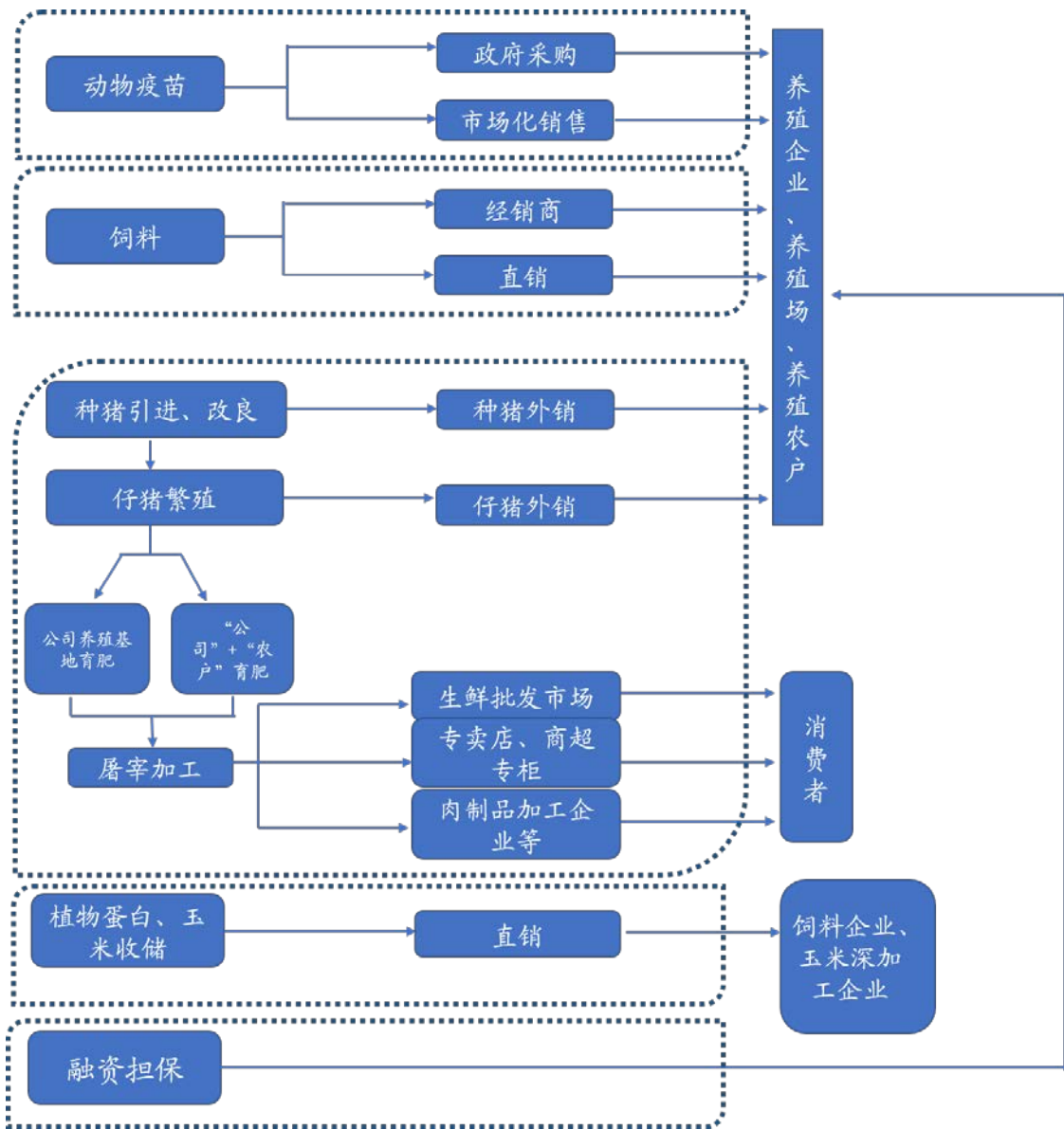
图表 40 公司固定资产走势图，百万元、%	18
图表 41 2021 年公司发行可转债募投项目	18
图表 42 2016-2020 年我国兽用疫苗销售额，亿元	19
图表 43 2020 年我国兽用疫苗按动物分类销售占比	19
图表 44 公司主要疫苗产品	20
图表 45 2018-1H2021 公司制药业务营收变化，百万、%	20
图表 46 2018-1H2021 公司制药业务毛利变化，%	20
图表 47 2018-2020 公司研发费用投入变化	21
图表 48 2018-2020 公司研发人员数量变化	21
图表 49 公司收入成本预测表	21

1 全产业链布局的国内养殖服务龙头企业

1.1 综合布局，打造产业完整闭环

天康生物创立于 1993 年，公司以成为中国一流的健康养殖服务商和安全食品供应商为目标，实现了现代畜牧业畜禽良种繁育、饲料与饲养管理、动物药品及疫病防治、畜产品加工销售等 4 个关键环节的完整闭合，形成动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构。

图表 1 公司产业链结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 公司实控人新疆建设兵团，管理层持股平台新疆天邦鸿康

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司为公司实际控制人，直接持有公司 20.97%的股权。北京融元宝通资产管理合伙企业（有限合伙）和新疆天邦鸿康创业投资有限合伙企业是公司第二、第三大股东，分别持有公司 5.08%和 4.62%的股权。公司结合国企体制和民营机制，以新疆天邦鸿康创业投资有限公司作为公司管理层持股平台，通过高管联合持股绑定管理层，辅以激励基金进行现金奖励，促进公司长期稳定发展。

图表 3 公司十大股东名单（截至 2021 年 12 月 23 日）

股东名称	持流通股占总股本百分比
新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司	20.97%
北京融元宝通资产管理合伙企业(有限合伙)	5.08%
新疆天邦鸿康创业投资有限合伙企业	4.62%
中国银河证券股份有限公司	2.89%
新疆畜牧科学院	2.11%
全国社保基金一零六组合	1.69%
全国社保基金一一五组合	1.68%
新疆天达生物制品有限公司	1.02%
中国建设银行股份有限公司-鹏华优选成长混合型证券投资基金	1.01%
国泰君安证券股份有限公司	0.84%

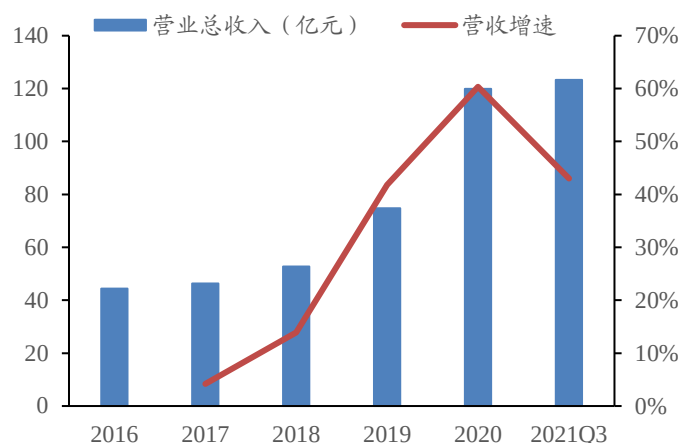
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 受养殖板块拖累，2021 年公司预亏 6.3-7.3 亿元

2016-2020 年，公司营业收入从 44.4 亿元增长至 119.9 亿元，年复合增长率 22.0%，归母净利润从 3.9 亿元上升至 17.2 亿元，年复合增长率 34.4%。

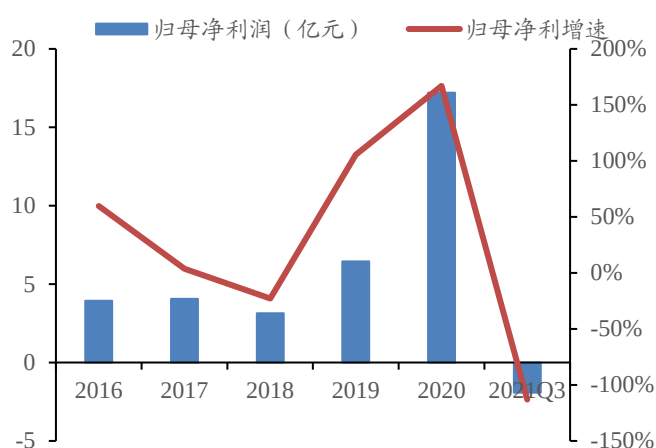
公司发布 2021 年业绩预告，全年亏损 6.3 亿-7.3 亿元，亏损出现在养殖业务板块。公司养殖业务分为三部分：畜牧养殖部门自繁自养业务亏损 3 亿；公司饲料部门仔猪育肥放养亏损约 7.9 亿元，含 2 亿减值准备计提，实际亏损约 5.9 亿元；公司饲料部门禽、牛养殖业务亏损 1.2 亿元左右，其中 2000 万为减值准备计提。综上，2021 年公司业绩亏损主要还是受猪价大跌拖累所致。

图表 4 公司营业收入及增速，亿元、%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

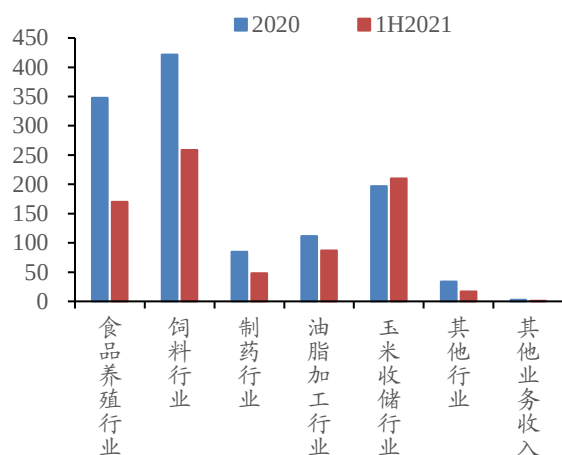
图表 5 公司归母净利润及增速，亿元、%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

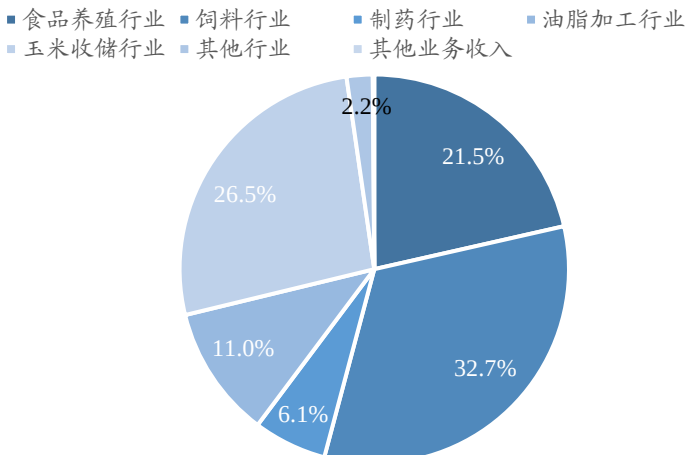
分业务看，1H2021 公司饲料业务营业收入 25.9 亿元，占营业收入 32.7%；玉米收储业务营收 21 亿元，占营业收入 26.5%；食品养殖业务营收 17 亿元，占营业收入 21.5%；油脂加工、兽药与其他业务分别占营业收入 11.0%、6.1%、2.3%。

图表 6 2020-1H2021 公司各业务营收，百万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 1H2021 年公司业务营收占比



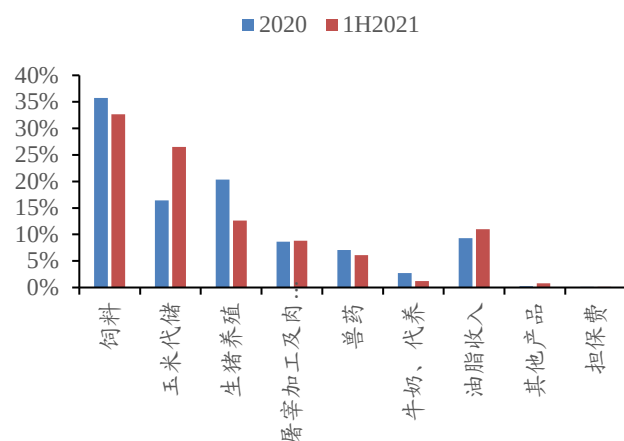
资料来源：公司公告，华安证券研究所

分产品看，占营业总额前三的产品为饲料、玉米代储和生猪养殖，分别占营业

总额的 32.7%、26.5%、12.6%，与去年同期相比，饲料和生猪养殖业务所占比例均有所下滑，而玉米收储占比出现较大幅度增加，同比增长 17.8 个百分点。

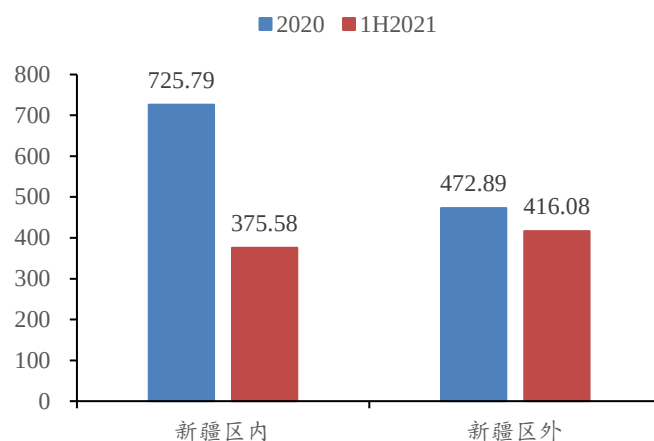
分地区看，新疆仍为公司业务集中地，1H2021 公司新疆区内收入占营业总收入 47.4%，但较去年同期 58.3% 下滑 10.9 个百分点；新疆区外收入则从 1H2020 的 41.7% 上升至 1H2021 的 52.6%。

图表 8 2020-1H2021 公司各产品业务占比，%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 2020-2021 公司各区域营收变化，百万元

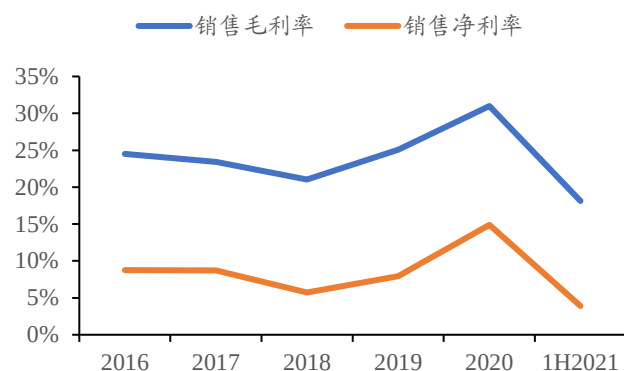


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2016 年以来，公司饲料与兽药业务发展较稳定，市场结构和规模没有发生较大改变。得益于猪价上涨，以及生物安全防控提升，公司食品养殖业务在 2019-2020 年表现突出，2020 年公司食品养殖销售收入 34.8 亿元，同比增长 111.5%，食品养殖业务毛利率也从 2018 年 15.4% 增长至 2020 年 57.5%，带动公司销售毛利率增至 30.99%，同比提升 6 个百分点，净利率增至 14.9%，同比提升 7 个百分点。1H2021，受猪价大幅下跌拖累，公司销售毛利率、净利率分别下降至 18.1% 和 3.9%。

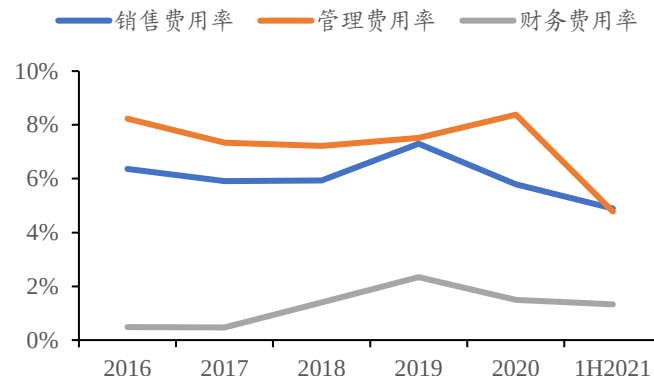
公司在应对亏损方面做出了积极应对，管理费用率和财务费用率均有所改善。1H2021 公司管理费用率 4.8%，同比下降 0.7 个百分点，财务费用率 1.33%，同比下降 0.7 个百分点。

图表 10 公司毛利率与净利率变动，%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 公司销售、管理及财务费用率变动，%

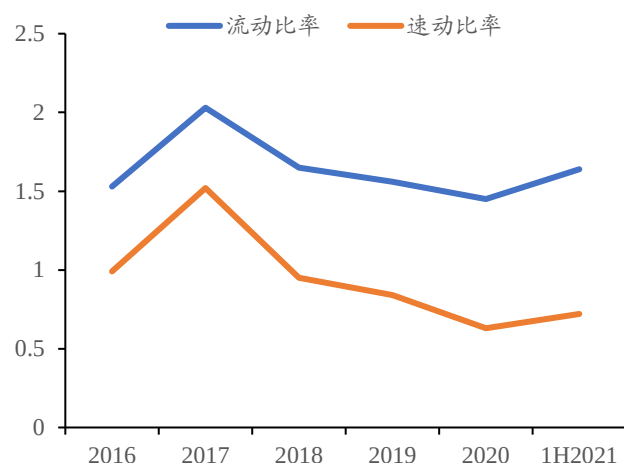


资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司偿债能力提升，现金流较为充足。1H2021，公司的流动比率为 1.64，同比

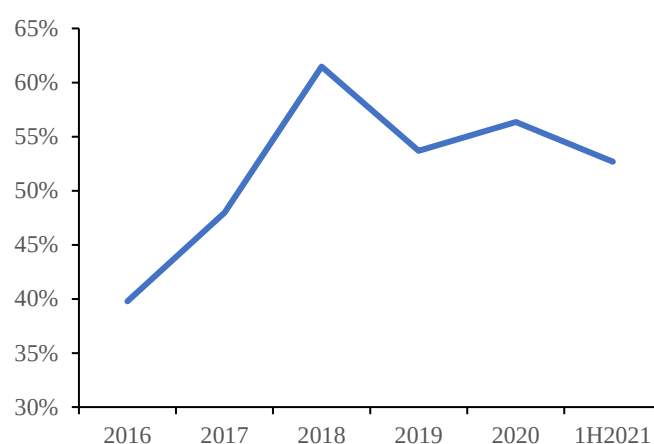
增长 19.7%，速动比率 0.72，同比增长 8.6%，这主要源于公司一直保持较低的短期借款水平，货币资金相对充裕。公司资产负债率为 52.7%，同比下降 3.7 个百分点，公司长期偿债水平也有所提升。

图表 12 公司流动比率和速动比率走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 公司资产负债率走势图，%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 饲料业务稳步增长，开拓市场谋求新增量

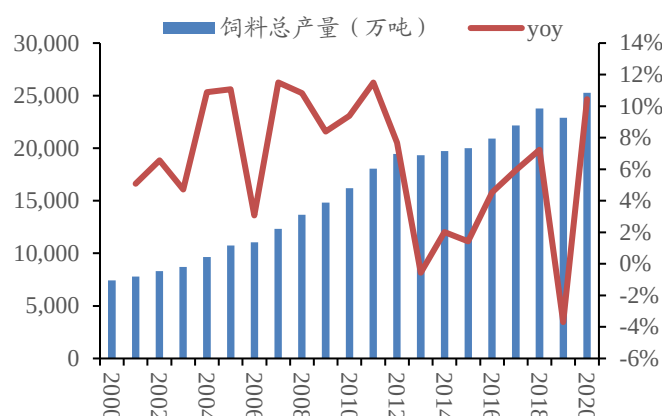
2.1 饲料行业步入成熟阶段，以全国大型集团为主导

我国饲料工业发展起步于 20 世纪 70 年代末，在 40 多年发展历程中，大致经历了四个阶段：1970 年末-1982 年初创期，1983-2000 年快速发展期，2001-2010 年快速扩张期，2011 年至今的稳定增长及整合扩张期。2011 年我国饲料产量已超过美国，成为全球第一大饲料生产国。

2000-2020 年，全国饲料产量从 7429 万吨上升至 2.53 亿吨，年复合增长率 6.3%。自 2011 年以来，国内饲料行业步入成熟阶段，年复合增长率 3.8%。2019 年受非瘟疫情影响，生猪养殖行业损失惨重，全国饲料销量同比下降 3.7%，其中，猪料销量同比下降 26.6%。2020 年和 2021 年我国饲料产量重新步入上升态势，2020 年全国饲料产量同比增长 10.4%，其中，猪料产量同比增长 16.4%，2021 年 1-11 月全国饲料产量同比增长 13.8%，其中，猪料产量同比增长 44.9%，

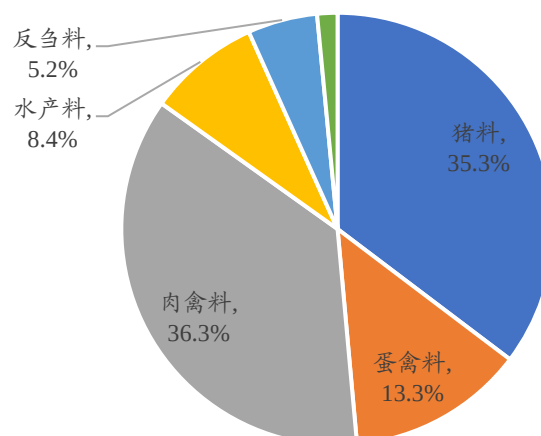
分品类看，2020 年我国猪料产量 8923 万吨，占全国饲料总产量 35.3%；我国蛋禽料、肉禽料产量为 3352 万吨和 9176 万吨，分别占全国饲料总产量 13.3%和 36.3%；我国水产料产量 2124 万吨，占全国饲料总产量 8.4%，我国反刍动物饲料产量 1319 万吨，占全国饲料总产量 5.2%。

图表 14 全国饲料产量走势图



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

图表 15 2020 年全国饲料产量分类图



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

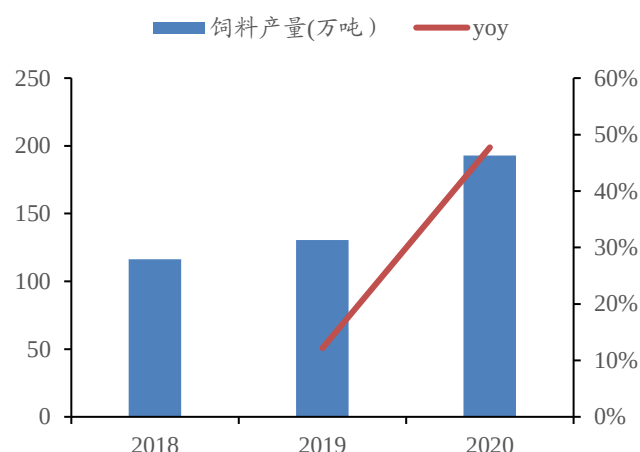
目前，饲料行业已形成了以少数全国性大型企业集团为主导，部分中型企业占据区域性市场，大批小企业为补充的市场格局。全国性大型农牧产业集团，无论是品牌效应、产品品质、资金实力还是资源整合能力等均处于市场竞争的优势地位，如新希望、海大集团、大北农等；区域性的中等饲料企业，拥有核心竞争力和核心技术，在一个或多个局部地区拥有非常高市场认可度和品牌效应，属于快速成长期或即将进入成熟期的企业，傲农生物、金新农等；中小型饲料企业没有技术特色或核心优势，客户群体也相对不稳定，处于较弱势的市场地位。2020 年全国 10 万吨以上规模饲料生产厂 749 家，较 2011 年增加 389 家，饲料产量 13352 万吨，占全国饲料总产量 52.8%，占比较 2011 年提升 18.8 个百分点；年产百万吨以上规模饲料企业集团 33 家，较 2011 年增加 15 家，占全国饲料总产量 54.6%，占比较 2011 年提升 16.6 个百分点，其中有 3 家企业集团年产量超过 1000 万吨。

2.2 产业协同助力成本优化，市场开拓抢占市场份额

公司自 1993 年创立以来持续从事饲料业务，已成为新疆最大的饲料生产企业，为公司饲料业务进军全国市场奠定基础。2008 年，公司收购河南宏展，饲料业务范围逐渐从西北向中原地区扩展。

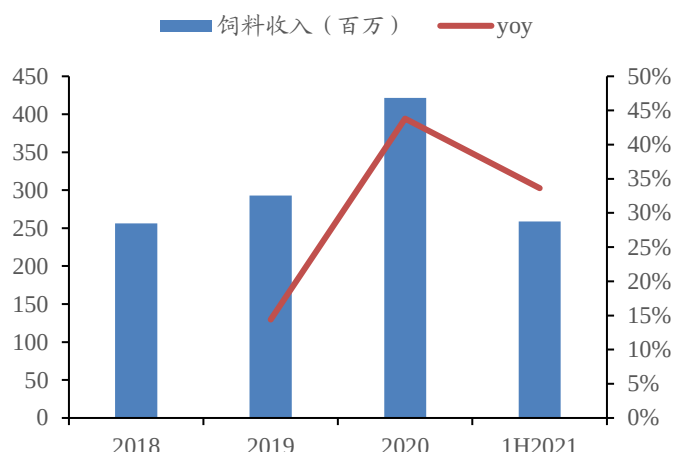
2018-2020 年，公司饲料产能从 116.3 万吨增长至 192.9 万吨，年复合增长率 28.8%；饲料销量从 115.5 万吨增长至 191 万吨，年复合增长率 28.6%；公司饲料业务营收从 25.6 亿元增长至 42.2 亿元，年复合增长率 28.4%。1H2021，公司饲料实现营收 25.9 亿元，同比增长 33.6%，饲料销量达 113 万吨，同比增长 40.7%。公司饲料业务持续快速增长，主要因为不断加速产业一体化建设，进一步扩大市场份额，西北陕甘宁青市场的积极开拓逐渐成为了饲料业务新的增长点。

图表 16 2018-2020 公司饲料产量及增速，万吨、%



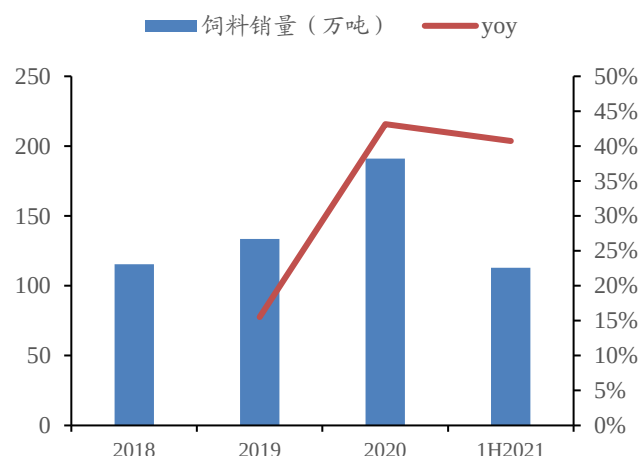
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 2018-1H2021 公司饲料业务营收及增速，百万、%



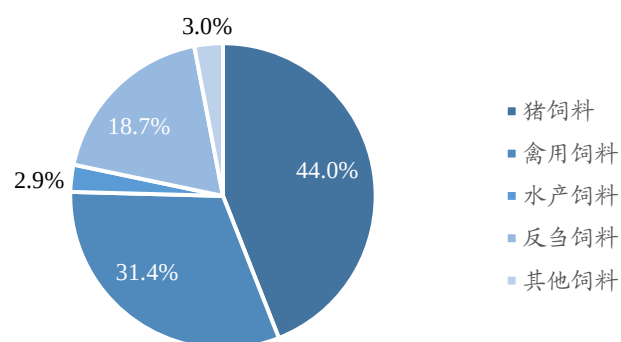
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 2018-1H2021 公司饲料销量及增速，万吨、%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 19 公司饲料业务产品占比，%

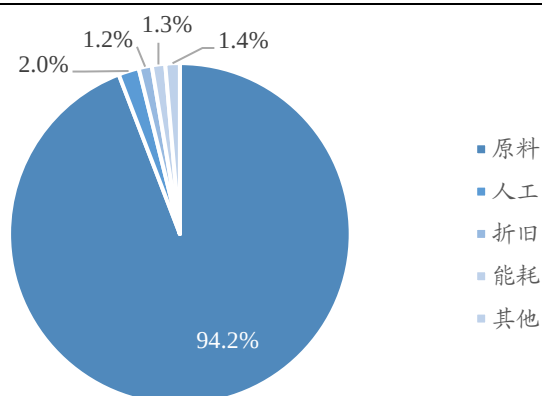


资料来源：公司公告，华安证券研究所

发挥全产业链优势，上游农产品业务助力饲料成本优化。玉米收储和棉籽加工是公司农产品业务的主要内容，2018 年开始，公司利用新疆塔城伊犁地区丰富的玉米资源开展玉米收储，为饲料业务提供了稳定的玉米供应。同时，公司利用新疆丰富的棉花棉籽资源开展了棉籽加工业务，通过棉籽加工以获取棉粕。

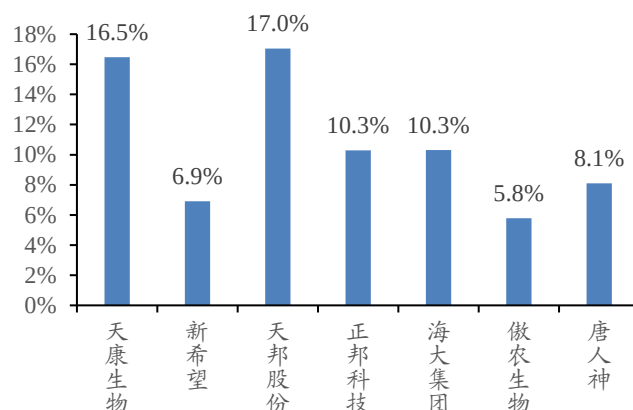
原材料是饲料业务中最主要的成本来源，2020 年公司饲料成本构成中原料占比达 94.2%。上游农产品业务的经营有效的降低公司经营过程中由于原材料价格波动所带来的经营风险，保证了原材料的稳定供应，在原料供应方面有很大的成本优势。基于公司玉米收储业务对玉米市场的正确研判，2020 年下半年公司进行了较大规模的玉米战略储备，有效提高了 1H2021 公司饲料业务的毛利率。1H2021，公司饲料业务毛利率达 16.5%，同比增长 2.0%，在可比上市公司中处于较高水平。

图表 20 2020 年公司饲料业务成本构成，%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 21 1H2021 可比上市公司饲料业务毛利率，%

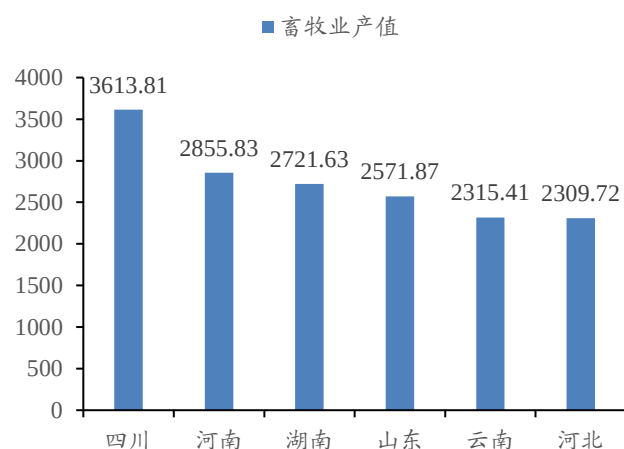


资料来源：wind，华安证券研究所

新疆地区饲料龙头企业，区位优势明显。公司自创立之初便深耕新疆地区饲料市场，逐渐取得一定的产品美誉度，在饲料产销量和市场占有率等方面都具有很强的竞争力。公司在新疆饲料市场占有率接近 50%，拥有较强的定价话语权，同时公司在新疆地区的原料成本较内地更低，叠加公司在上游原材料端的供应优势，饲料业务有着较为明显的成本优势。

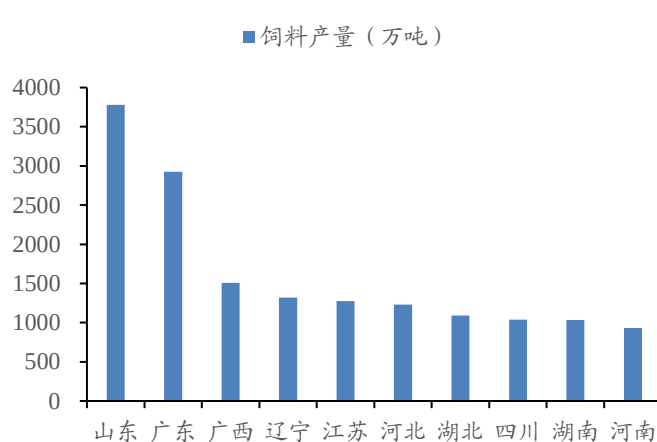
发展战略优化更新，持续开拓西北市场。2008 年公司通过并购进入河南市场，并着手建设以河南为中心的华北区市场，利用河南地区养殖规模大的市场优势进一步扩宽市场，取得了一定的市场占有率。近年来，面对河南市场的激烈竞争河南业务的增速出现一定放缓。公司开始逐渐寻求拓展新市场，根据中国饲料工业协会数据显示，2020 年陕西、内蒙古、甘肃、青海、宁夏等 12 个省份产量增幅超过 20%。在意识到西北五省的巨大市场潜力后，公司近三年继续在西北的陕甘宁青以及内蒙古西部开拓了新市场，市场的占有份额也在不断的提高，未来有望带来新的增量。2022 年公司饲料销量规划 320 万吨，其中约 30 万吨增量来自西北陕甘宁青市场。

图表 22 2020 年全国各省畜牧业产值，亿元



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 23 2019 年全国各省市饲料总产量,万吨



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

3 养殖业务承压，科学规划静待反转

3.1 周期回顾

由于生猪养殖盈亏平衡点持续波动，我们将猪粮比划分为，低于 6、低于 5.5、低于 5 以供参考，其中，猪粮比 5.5-6.0 代表盈亏平衡，猪粮比低于 5.5 代表亏损。在过去三轮下行周期，每轮周期的亏损时长、亏损幅度迥异。2008 年 4 月至 2010 年 4 月猪价下行后期爆发口蹄疫，猪粮比低于 5.5 共 17 周；2016 年 5 月至 2018 年 5 月猪价下行，2018 年 8 月爆发非瘟疫情，猪粮比低于 5.5 仅 7 周。与上述两轮下行周期截然不同的是，2011 年 9 月至 2014 年 4 月猪价下行期，未曾出现严重疫情，猪粮比低于 5.5 长达 39 周，猪粮比介于 5.5-6.0 盈亏平衡附近长达 64 周。本轮下行周期从 2021 年 1 月至今，猪粮比低于 5.5 仅 10 周，若后期未发生严重疫情，本轮下行周期亏损时间仍不足。

图表 24 猪粮比对应时间列表

完整周期	下行周期	猪粮比--对应时间段			猪粮比--对应时长		
		低于 6	低于 5.5	低于 5	低于 6	低于 5.5	低于 5
2006/5-2010/4	2008/4-2010/4	2009/5/6-2009/6/17			6 周		
		2010/2/3-2010/2/24			3 周		
			2010/3/3-2010/5/5			10 周	
				2010/5/12-2010/6/23			6 周
		2010/6/30-2010/7/7	2010/7/14		1 周	1 周	
		合计			10 周	11 周	6 周
2010/4-2014/4	2011/9-2014/4	2012/4/11-2012/9/19			21 周		
		2013/3/6-2013/3/13	2013/3/20-2013/5/15		1 周	8 周	
		2013/5/12-2013/6/12			5 周		
		2013/6/26-7/17			3 周		
		2014/1/15-2014/2/12	2014/2/19-2014/3/19	2014/3/26-2014/5/7	4 周	4 周	6 周
		2014/7/30-2015/1/28	2014/5/14-2014/7/23		26 周	10 周	
		2015/4/29-2015/5/27	2015/2/4-2015/4/22		4 周	11 周	
2014/4-2018/5	2016/5-2018/5	合计			64 周	33 周	6 周
		2018/3/23	2018/3/28-2018/5/16		1 周	7 周	
		2018/5/23-2018/6/6			2 周		
		合计			3 周	7 周	
2018/5-至今	2021/1/7-至今	2021/6/9	2021/6/16	2021/6/23	1 周	1 周	1 周
		2021/6/30-2021/8/25	2021/9/1-2021/9/15	2021/9/22-2021/10/13	9 周	3 周	3 周
		2022/1/12-2022/1/26	2021/10/20		3 周	1 周	
			2022/2/9			1 周	
		合计			13 周	6 周	4 周

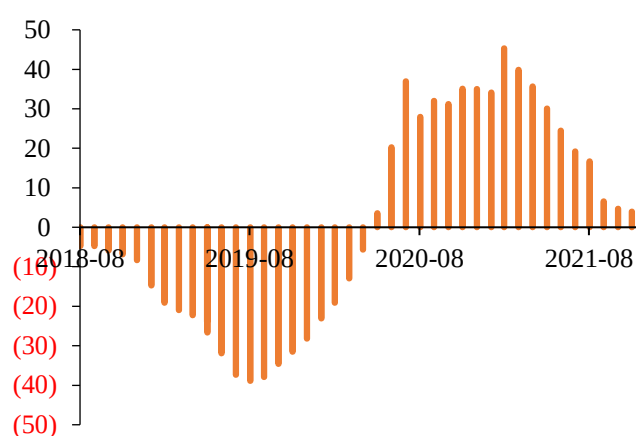
资料来源：中国政府网，华安证券研究所（截至 2022 年 2 月 9 日）

3.2 2023 年猪价有望步入上行周期

我国生猪养殖行业的产能拐点已于 2021 年 6 月出现。根据农业部数据，2021 年 6 月全国能繁母猪存栏量环比持平，7-11 月能繁母猪存栏量环比分别下降 0.5%、0.9%、1.8%、2.5%、1.2%。2021 年 10 月以来，由于生猪价格大幅反弹，养殖户补栏积极性企稳回升，12 月全国能繁母猪存栏量环比上升 0.8%，去产能出现波折。然而，2022 年 1 月，全国能繁母猪存栏量再次步入下行通道，环比下降 0.9%。

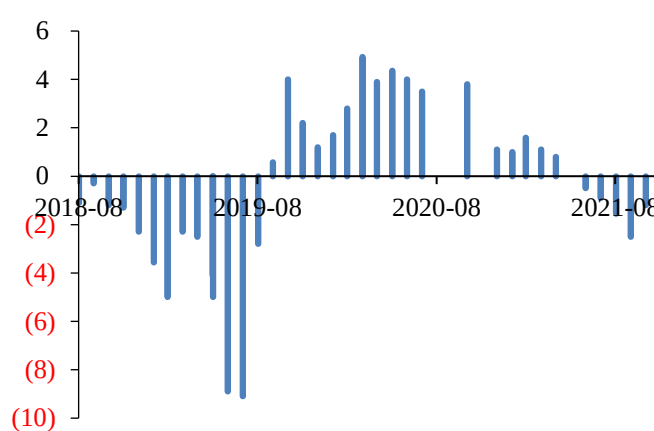
我们判断，若无严重疫情，2022 年行业将经历磨底阶段，猪价有望于 2023 年步入上行周期。i) 2021 年初以来，低效母猪出清，种猪效率持续改善，2022 年生猪养殖行业 PSY、MSY 有望逐季改善；ii) 2020-2021 年连续两年巨量猪肉进口需消化；iii) 主流上市猪企 2022 年出栏增长计划逾 30%，万头猪场及普通养殖户成本集中在 13 元/公斤，猪价高于 13 元/公斤难以形成有效淘汰，产能出清仍需要时间。

图表 25 全国能繁母猪存栏量同比增速走势图



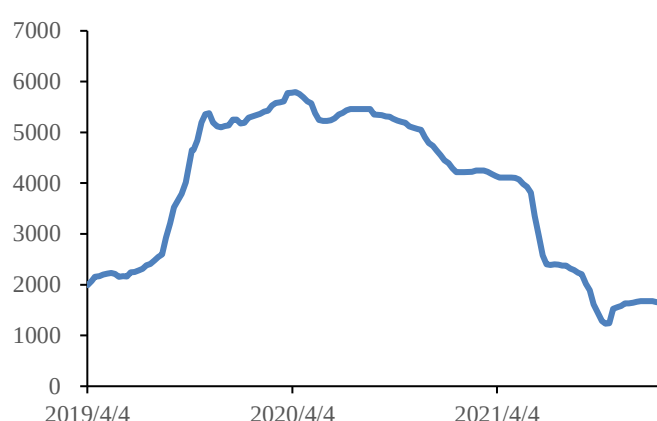
资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 26 全国能繁母猪存栏量环比增速走势图



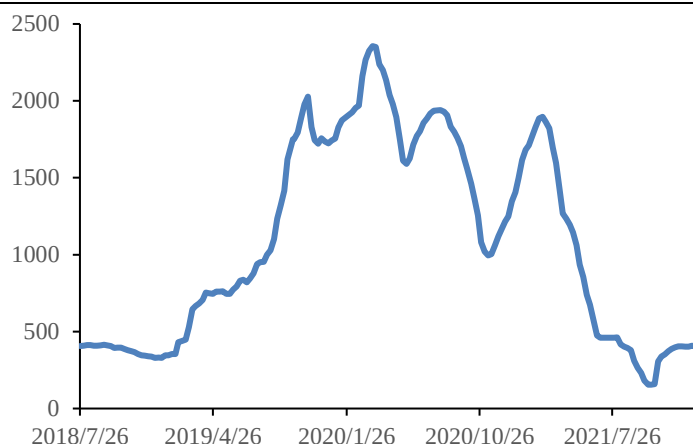
资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 27 50 公斤二元母猪价格走势图，元/头



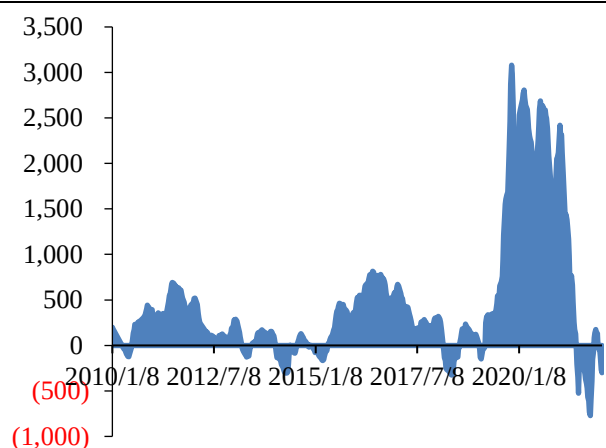
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 28 规模猪场 15 公斤仔猪价格走势图，元/头



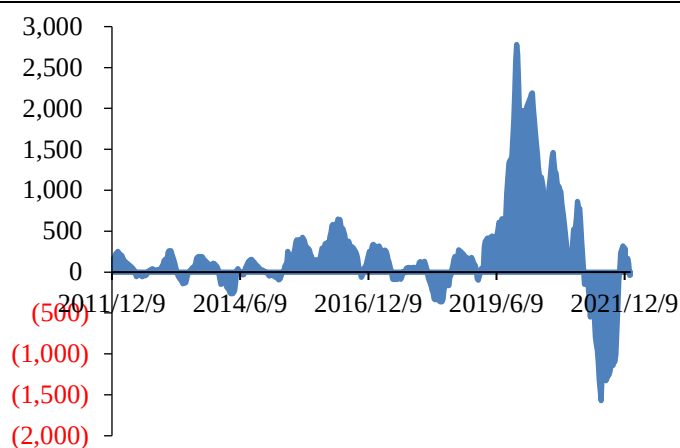
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 29 自繁自养生猪养殖利润走势图, 元/头



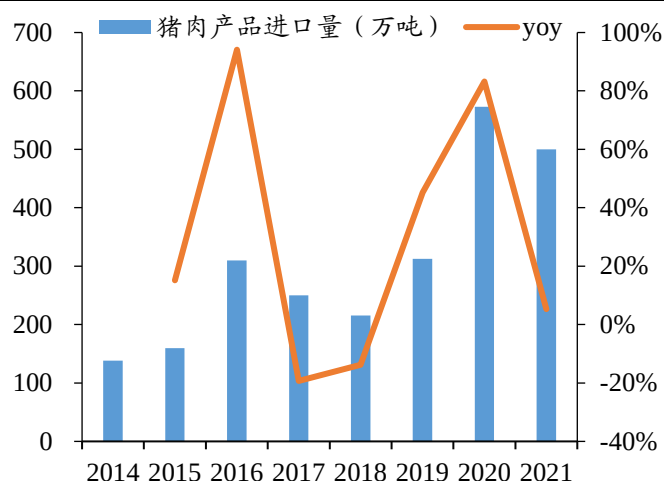
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 外购仔猪养殖利润走势图, 元/头



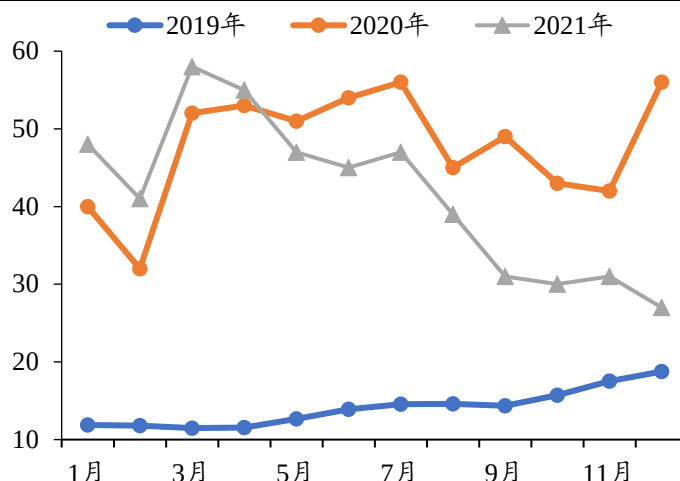
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 猪肉产品进口量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 32 2020-2021 年猪肉及猪杂碎月度进口量, 万吨



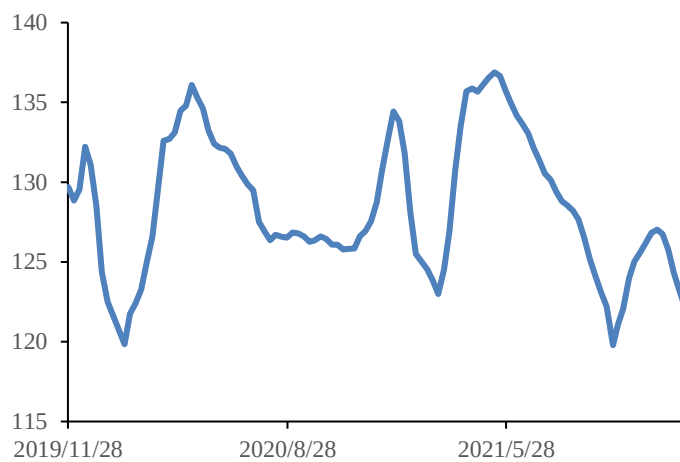
资料来源: 中国饲料工业协会, 华安证券研究所

图表 33 90 公斤以内生猪出栏占比



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 34 生猪出栏体重走势图



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

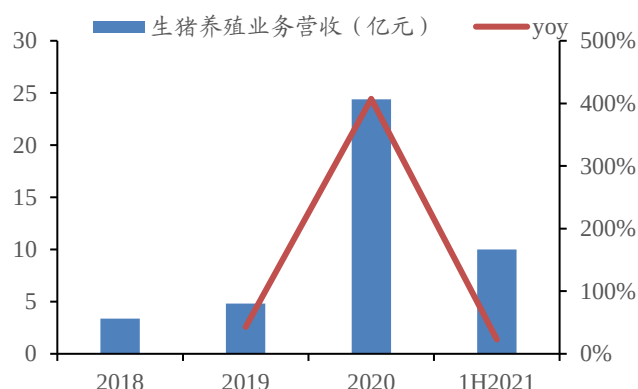
3.3 综合规划降低养殖成本，科学布局推进产能发展

作为饲料业务的产业链延伸，公司从 2005 年开始进入生猪养殖业务。目前公司生猪养殖业务布局在新疆、甘肃、河南地区，采取“聚落式”发展的布局，三省各计划安排 100 万头养殖规模，从原种猪—三级繁育—育肥，同时配套饲料和屠宰加工，每一个区域内形成一个完整的产业链，以达到从管理、生产调度以及综合效率等方面发挥最优的效果。

及时调整发展规划，科学推进养殖业务发展。2017-2021 年，公司生猪出栏量从 48.9 万头快速增长至 160.3 万头，年复合增长 34.6%。然而，2021 年初以来猪价快速下行、饲料原料价格上涨，公司养殖业务出现较大亏损，其中主要亏损来自于公司饲料部门的仔猪育肥放养以及禽、牛养殖，2019 年公司饲料部门为抓住市场机会放大了养殖规模，虽然在 2020 年取得了较好的效益，但是随着 2021 年猪价的深度下跌，此部分业务高成本的外购仔猪导致了较大的亏损。在此背景下，公司深刻反思，要求饲料部门的养殖业务回归到原先为饲料业务辅助的功能上去，回归主业，控制规模，同时全面叫停外购仔猪，科学规划生猪养殖业务。

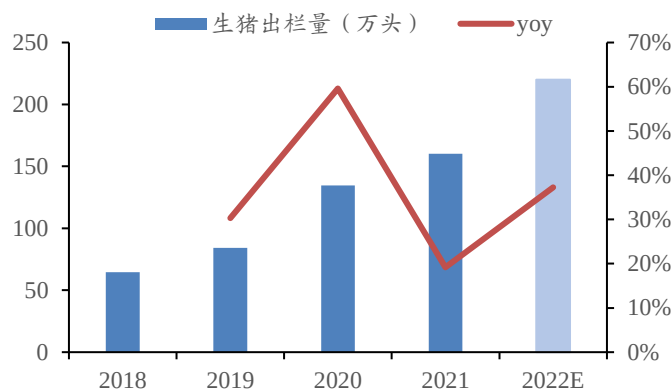
2022 年，公司有望出栏生猪 220 万头，其中新疆 100 万头，河南 70~80 万头，甘肃 50 万头，稳步推进公司新三年规划。

图表 35 公司生猪养殖业务收入走势图，亿元、%



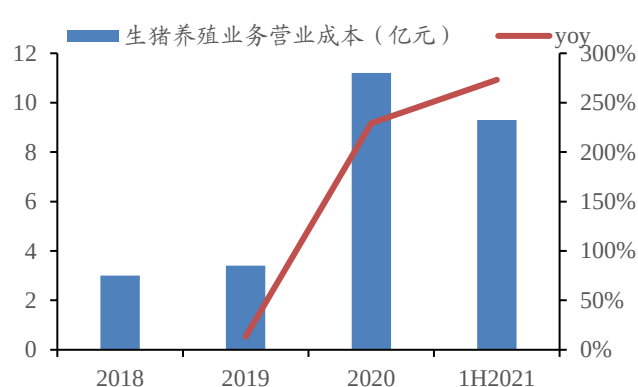
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 公司生猪出栏量走势图，万头



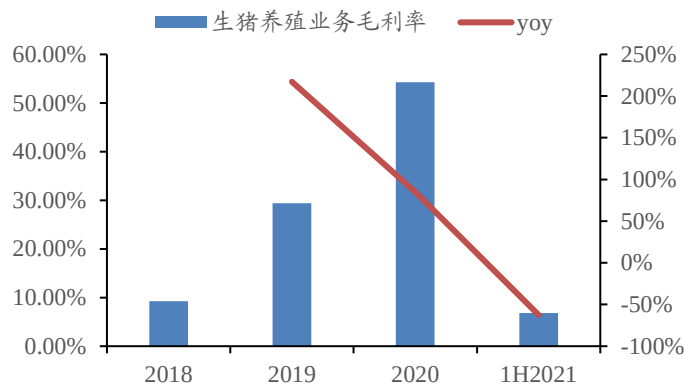
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 37 公司生猪养殖业务成本走势图，亿元、%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 38 公司生猪养殖毛利率走势图，%



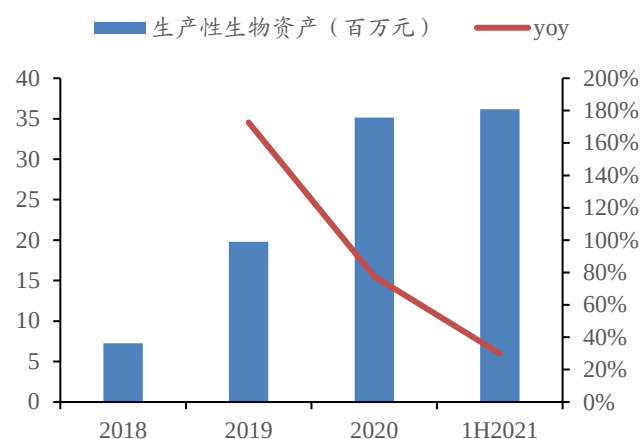
资料来源：公司公告，华安证券研究所

非瘟防控体系完善,养殖区域防疫相对优势。公司的生猪养殖业务布局在新疆、河南、甘肃三个区域,西北地区相对地广人稀,养殖密度比较低,在生物安全防控措施方面,公司统筹安排,严防死守,在实践中形成了较为完善的非瘟防控体系,新疆和甘肃地区疫情压力相对较小;河南地区方面,随着冬季气温的降低病毒的活跃度有所提高,但相对有利的是,公司在河南的养殖基地大多为新建设施,防疫设备标准较高,环境相对安全纯净,检测相对严格,在硬件条件上保证了疫情防控的有效性。

充分发挥产业链一体化优势,综合规划降低生猪养殖成本。公司通过合理规划自产饲料和兽药疫苗业务保证养殖全程可控,压缩成本。主要措施包括:调整饲料部门的内部定价管理机制,取消饲料代加工的附加值,降低养殖端供给的饲料价格,通过对一些优质、低价原料配方的调整、替代,降低饲料成本;提高产能利用率,加快甘肃和河南地区新建产能的投产,降低费用摊销;通过优化母猪结构,强化非瘟防控措施等途径提升生猪生产效率。

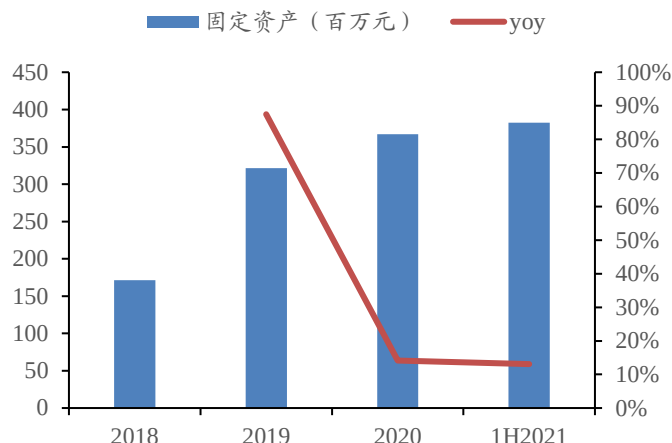
积极推动新疆、甘肃、河南等地的产能扩建,提高育肥以及屠宰产能的配套。截至 2021 年,新疆、河南地区 100 万头产能已经建设完毕,其中新疆地区建设较为完善,育肥配套比例达 70%,河南地区目前育肥比例约 50%。甘肃地区方面,2021 年公司使用自有资金先期投建了 42 万头仔猪繁育和 20 万头保育育肥项目,产能达 70 万头,2022 年公司计划继续投建仔猪产能 30 万头,年底完成 100 万头的产能目标。未来,公司计划在川渝地区做进一步的生猪养殖布局。

图表 39 公司生产性生物资产走势图,百万元、%



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 40 公司固定资产走势图,百万元、%



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 41 2021 年公司发行可转债募投项目

项目名称	计划投入募资 (百万元)
甘肃天康农牧科技有限公司 42 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥建设项目	55.57
天康生物股份有限公司 30 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥基地建设项目	43
甘肃天康农牧科技有限公司 30 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥建设项目	48.43
补充流动资金	59.7

资料来源:公司公告,华安证券研究所

资金充足，现金流较为宽裕。一方面公司其他业务成长性较好，创造现金能力强，提升了整体抗风险能力；另一方面，作为新疆地区养殖产业链龙头公司，公司具有较强的区域影响力，在银行的融资渠道较为通畅，当地银行的贷款支持力度很大的，信用授信额度达到了 160 亿元，同时 2021 年底公司通过定增募资的 20 亿募集资金均已到账，综合来看资金可以支持公司项目建设以及日常运营的需要，支持公司朝着 2023 年 500 万产能目标稳步前进。

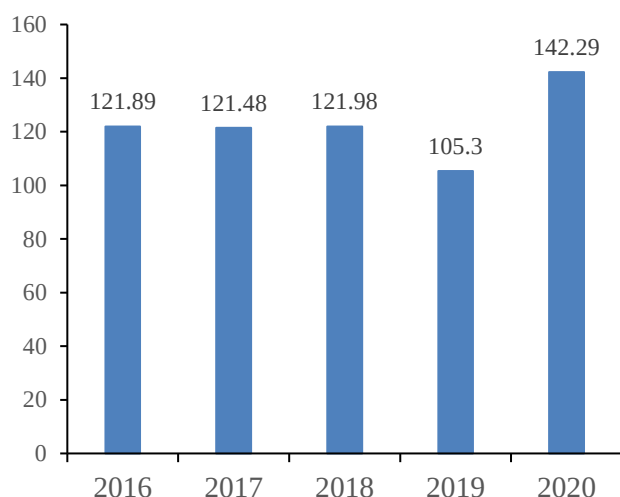
4 兽用疫苗市场稳步发展，国内市场前景广阔

近年来，随着国内畜牧业规模化、集约化养殖进程不断加快，疫病防控风险加大，养殖企业和养殖户对于动物疫病的防治日益重视，推动国内兽用生物制品行业稳步发展。

中国兽药协会数据统计显示：2016-2018 年我国兽用疫苗销售额稳定在 121.5 亿元左右，2019 年受非瘟疫情影响，兽用疫苗整体销售额下降，2020 年随着下游大型养殖企业复产和扩产，我国兽用疫苗销售额回升至 142.3 亿元。由于国内养殖业呈规模集中趋势，防治疫病风险的意识提升，兽用疫苗需求有望持续提升。

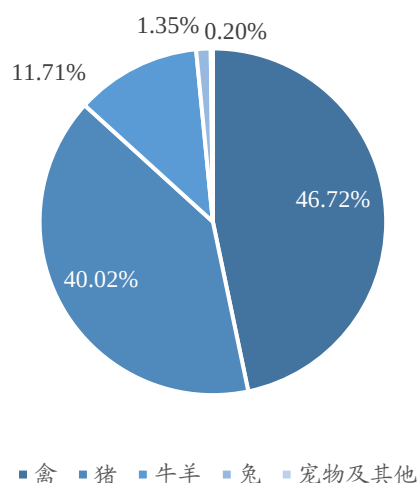
我国兽用疫苗以猪用疫苗和禽用疫苗为主。中国兽用协会的数据显示 2020 年，禽用疫苗和猪用疫苗的销售额分别为 66.48 亿元和 56.95 亿元，占比分别达到 46.72% 和 40.02%。

图表 42 2016-2020 年我国兽用疫苗销售额，亿元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 43 2020 年我国兽用疫苗按动物分类销售占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司是国内动物疫苗生产品种最全的企业之一，产品包括口蹄疫、禽流感、小反刍兽疫、布病、猪瘟、蓝耳病等疫苗，并拥有这些产品的生产许可资质。作为农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，公司的禽流感疫苗、布病疫苗、小反刍兽疫疫苗以及口蹄疫产品等政府强制免疫疫苗销量连续多年全国排名前三，目前已进入全国兽用生物制品企业 10 强。

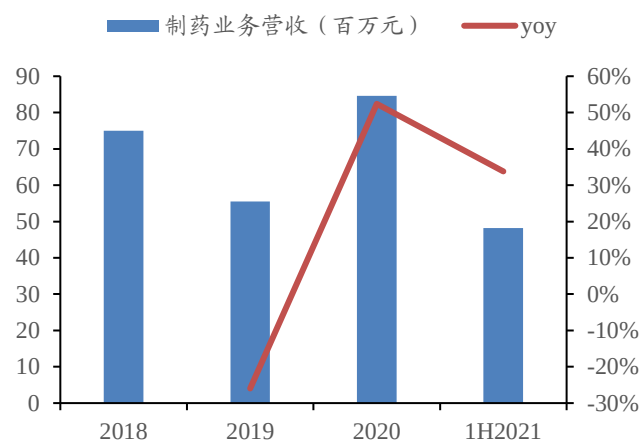
图表 44 公司主要疫苗产品

产品系列	主要产品
口蹄疫疫苗系列	口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗、口蹄疫 O 型灭活疫苗、猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗、猪口蹄疫 O 型灭活疫苗
布氏菌病疫苗系列	布氏菌病活疫苗（A19 株、M5 株、S2 株）
细胞毒活疫苗系列	小反刍兽疫活疫苗（Clone9 株）、高致病性猪繁殖与呼吸综合症活疫苗（TJM-F92 株）
猪瘟 E2	猪瘟病毒 E2 蛋白重组杆状病毒灭活疫苗（Rb-03 株）
炭疽系列疫苗	无荚膜炭疽芽孢苗、II 号炭疽芽孢苗
常规苗系列	牛病毒性腹泻/黏膜病灭活疫苗（1 型，NM01 株）、山羊痘活疫苗、气肿疽灭活疫苗、猪支原体肺炎灭活疫苗（CJ 株）

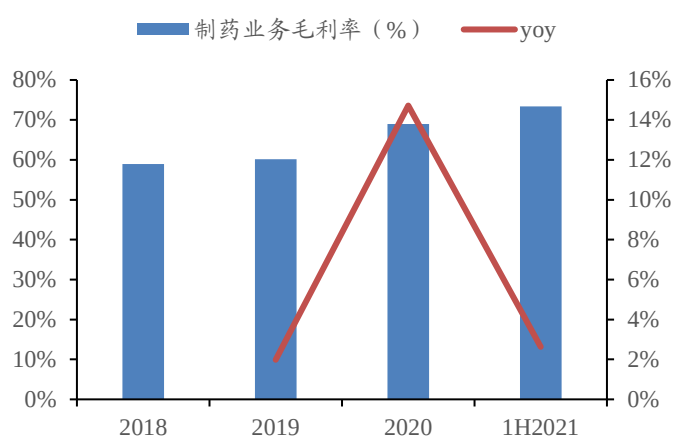
资料来源：公司官网，华安证券研究所

伴随公司动物疫苗市场化销售的不断拓展，业务产品销量与盈利能力提升。公司制药业务实现增长。2018-2020 年公司兽药业务收入从 7.5 亿增长至 8.5 亿元，1H2021 实现营收 4.8 亿元，同比增长 33.8%。2018-2020 年，公司制药业务毛利率由 59.0%增长至 69.0%，1H2021 制药产品毛利率达 73.4%，同比提升了 2.6 个百分点。

图表 45 2018-1H2021 公司制药业务营收变化，百万、% 图表 46 2018-1H2021 公司制药业务毛利变化，%



资料来源：wind，华安证券研究所



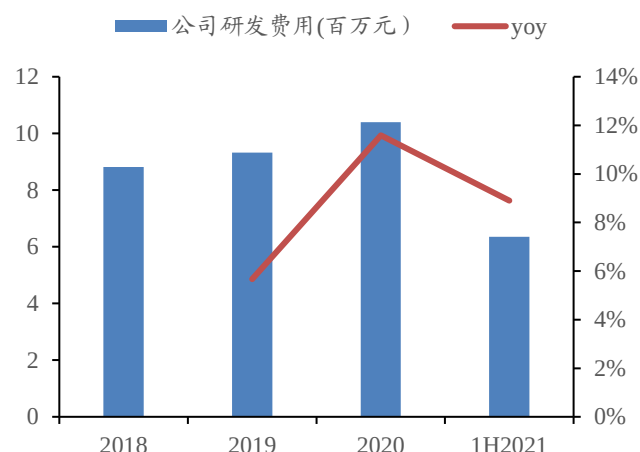
资料来源：wind，华安证券研究所

坚持科技创新，持续加大研发投入。公司分别在新疆、上海设立两大研发中心，并在 2020 年建设并投入使用了制药业务的国家高等级生物安全三级实验室（P3），公司目前共获得 18 项国家新兽药证书、60 余项发明和实用新型专利，形成了丰富的产品和技术储备。2018-2020 年公司研发投入从 8819.3 万元增长至 1.04 亿元，年复合增长 8.6%，连续 3 年每年产品研发与技术创新投入占生物制药业务销售收入的 10%以上，1H2021 研发费用 6347.5 万元，同比增长 8.9%。

重视人才培养，探索联合研发。公司持续增加研发人员数量，2020 年研发人员

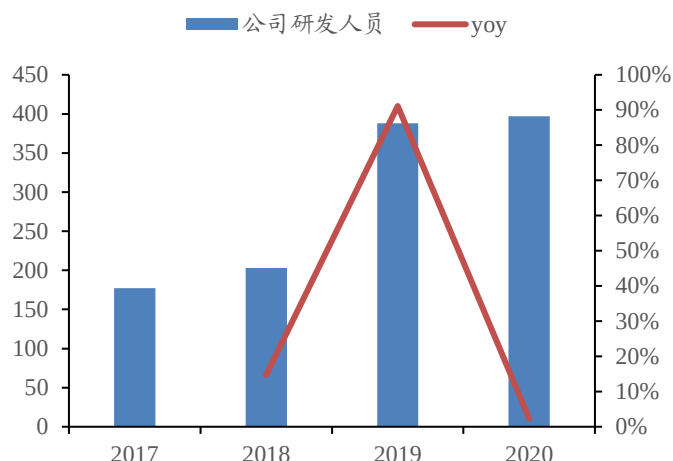
达 397 人，同比增长 2.3%；**积极创新合作机制**，公司先后与中国农业科学院哈尔滨兽医研究所、兰州兽医研究所、上海兽医研究所签署战略合作协议，同时与中国科学院工程研究所、华中农业大学、中国农业大学等十余家科研院校均有完善的产业化实质合作研发专题，开展了数十个研发项目的合作，取得了丰硕成果；**在落实股权激励机制的同时，公司持续创新激励机制**，根据研发进度从研发成果投入正式生产 5 年内的项目效益中提取 5%-10%按照贡献大小奖励研发人员，切实激发了内部创新活力。

图表 47 2018-2020 公司研发费用投入变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 2018-2020 公司研发人员数量变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 盈利预测、估值及投资评级

5.1 盈利预测

我们假设：

- 2021-2023 年公司生猪出栏量分别为 160.33 万头、220 万头、300 万头，同比增速分别为 19.2%、37.2%、36.4%；
- 2021-2023 年公司出栏生猪头均价格分别为 1551 元、1500 元、2000 元；
- 2021-2023 年公司出栏生猪头均成本分别为 1800 元、1400 元、1300 元。

图表 49 公司收入成本预测表

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,630	5,273	7,476	11,987	16,358	21,742	28,670
yoy	4.2%	13.9%	41.8%	60.3%	36.5%	32.9%	31.9%
营业成本（百万元）	3,547	4,163	5,600	8,272	14,302	18,439	22,882
毛利率	5.7%	17.4%	34.5%	47.7%	72.9%	28.9%	24.1%
毛利（百万元）	1,083	1,110	1,876	3,715	2,057	3,303	5,789
yoy	-0.61%	2.43%	69.07%	98.04%	-44.64%	60.59%	75.26%

毛利率	23.4%	21.0%	25.1%	31.0%	12.6%	15.2%	20.2%
一、饲料	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入（百万元）	2,200	2,562	2,931	4,215	5,311	7,011	8,665
yoy	-0.9%	16.5%	14.4%	43.8%	26%	32%	24%
成本（百万元）	1,876	2,187	2,511	3,620	4,509	6,076	7,510
毛利（百万元）	324	375	420	596	802	935	1,155
yoy	7.5%	15.9%	11.9%	41.8%			
毛利率(%)	14.7%	14.6%	14.3%	14.1%	15.1%	13.3%	13.3%
业务收入比例(%)	47.5%	48.6%	39.2%	35.2%	32.5%	32.2%	30.2%
销量（万吨）	94	115	133	191	229	275	330
yoy（%）	2.5%	23.5%	15.5%	43.1%	20.0%	20.0%	20.0%
均价（元/吨）	2,352	2,218	2,197	2,207	2,317	2,549	2,626
吨毛利（元）	346	325	315	312	350	340	350
二、油脂加工	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入（百万元）	844	855	806	1,115	1,450	1,740	3,827
yoy	34.6%	1.4%	-5.7%	38.4%	30.0%	20.0%	120.0%
成本（百万元）	811	751	719	1,019	1,363	1,566	3,445
毛利（百万元）	33	104	87	96	87	174	383
毛利率(%)	3.9%	12.1%	10.8%	8.6%	6.0%	10.0%	10.0%
业务收入比例(%)	18.2%	16.2%	10.8%	9.3%			
油脂销量（万吨）	36.73	43.82	45.14	44.66			
均价（元/吨）	2296.27	1951.01	1784.95	2497.22			
三、生猪养殖&屠宰	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	742	855	1,644	3,477	2,487	3,300	6,000
yoy	4.3%	15.2%	92.3%	111.5%	-28%	33%	82%
成本	513	723	947	1,477	2,886	3,080	3,900
毛利率	30.8%	15.4%	42.4%	57.5%	-16%	7%	35%
毛利	229	132	698	2,000	(399)	220	2,100
yoy	-9.2%	-42.4%	429.5%	186.7%	(399)	220	2,100
生猪出栏量（万头）	48.94	64.66	84.27	134.50	160.33	220.00	300.00
头均价格	1,517	1,322	1,951	2,585	1,551	1,500	2,000
头均成本	1,049	1,118	1,123	1,098	1,800	1,400	1,300
头均净利	468	204	828	1,487	(249)	100	700
四、兽药	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入（百万元）	676	750	555	846	1,015	1,117	1,340
yoy	-10%	11%	-26%	52%	20%	10%	20%
成本（百万元）	229	308	221	262	284	335	402
毛利（百万元）	448	442	334	584	731	782	938
yoy	3%	-1%	-24%	75%	25%	7%	20%

毛利率(%)	66.2%	59.0%	60.1%	69.0%	72.0%	70.0%	70.0%
业务收入比例(%)	14.6%	14.2%	7.4%	7.1%			
销量(亿毫升 or 头份)	12.09	12.48	9.86	12.87			
yoy	-4.6%	3.2%	-21.0%	30.6%			
均价(元/毫升 or 头份)	0.56	0.60	0.56	0.66			
五、玉米收储	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入(百万元)			1,250	1,968	5,000	7,260	7,260
成本(百万元)			1,016	1,557	4,250	6,171	6,171
毛利(百万元)			234	411	750	1,089	1,089
毛利率(%)			18.7%	20.9%	15.0%	15.0%	15.0%
业务收入比例(%)			42.7%				
销量(万吨)			137	125.68	200.00	220.00	242.00
外销(万吨)			69	62.84	100.00	110.00	121.00
吨价			1,821	3,132	2,500	3,300	3,000
吨成本			1,481				
吨毛利			340				
六、其他业务	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入(百万元)	168	251	290	365	1,095	1,314	1,577
yoy	25.4%	49.7%	15.5%	25.7%	200%	20%	20%
成本(百万元)	118	195	186	336	1,009	1,211	1,453
毛利(百万元)	50	57	104	29	86	103	123
毛利率(%)	29.7%	22.5%	35.8%	7.8%	8%	8%	8%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5.2 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 163.58 亿元、217.42 亿元、286.7 亿元，同比分别增长 36.5%、32.9%、31.9%，对应归母净利润-6.65 亿元、-1.46 亿元、11.65 亿元，对应 EPS 分别为-0.62 元、-0.14 元、1.08 元。我们预计生猪价格有望于 2023 年开始上行，现给予公司生猪头均市值 5000 元，对应生猪业务 110 亿元市值，再考虑饲料、疫苗和玉米代储业务 6 亿元净利润对应市值 120 亿元，公司目标市值 230 亿元，合理估值 16.99 元，给予“买入（首次）”评级。

风险提示：

畜禽疫病风险、原材料价格波动风险、畜禽产品价格波动风险、食品安全风险等。

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	10697	13214	16464	20426
现金	2067	-916	-1860	-2226
应收账款	320	437	580	765
其他应收款	88	120	160	210
预付账款	1592	2752	3548	4403
存货	6020	10209	13420	16653
其他流动资产	610	613	616	620
非流动资产	5032	6464	7896	9329
长期投资	105	105	105	105
固定资产	3671	5025	6380	7734
无形资产	233	283	333	383
其他非流动资产	1024	1051	1079	1107
资产总计	15729	19678	24361	29755
流动负债	7372	13021	17949	21932
短期借款	4763	8834	12675	15489
应付账款	422	730	941	1167
其他流动负债	2186	3458	4334	5275
非流动负债	1490	630	570	510
长期借款	1294	494	494	494
其他非流动负债	196	136	76	16
负债合计	8862	13651	18519	22442
少数股东权益	634	459	420	727
股本	1075	1075	1075	1075
资本公积	1473	1473	1473	1473
留存收益	3686	3020	2874	4038
归属母公司股东权	6233	5568	5422	6586
负债和股东权益	15729	19678	24361	29755

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-601	-4215	-2623	-874
净利润	1720	-665	-146	1165
折旧摊销	489	166	166	166
财务费用	196	307	438	563
投资损失	-30	0	0	0
营运资金变动	-3112	-4121	-3107	-3160
其他经营现金流	4968	3555	2987	4717
投资活动现金流	-806	-1672	-1663	-1684
资本支出	-930	-1644	-1635	-1656
长期投资	-6	0	0	0
其他投资现金流	129	-28	-28	-28
筹资活动现金流	1500	2903	3343	2191
短期借款	2056	4070	3841	2814
长期借款	-109	-800	0	0
普通股增加	9	0	0	0
资本公积增加	97	0	0	0
其他筹资现金流	-553	-367	-498	-623
现金净增加额	93	-2984	-943	-366
资料来源：公司公告，华安证券研究所				
利润表				单位:百万元
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11987	16358	21742	28670
营业成本	8272	14302	18439	22882
营业税金及附加	35	57	76	100
销售费用	694	903	1083	1300
管理费用	900	1305	1566	1880
财务费用	179	271	454	596
资产减值损失	0	-200	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	30	0	0	0
营业利润	1808	-915	-189	1501
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	3	25	0	0
利润总额	1808	-940	-189	1501
所得税	22	-99	-4	30
净利润	1785	-841	-185	1471
少数股东损益	65	-175	-39	307
归属母公司净利润	1720	-665	-146	1165
EBITDA	2331	-256	460	2302
EPS（元）	1.61	-0.62	-0.14	1.08
主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	60.3%	36.5%	32.9%	31.9%
营业利润	206.1%	-150.6%	79.3%	894.9%
归属于母公司净利	166.9%	-138.7%	78.0%	894.9%
获利能力				
毛利率（%）	31.0%	12.6%	15.2%	20.2%
净利率（%）	14.4%	-4.1%	-0.7%	4.1%
ROE（%）	27.6%	-11.9%	-2.7%	17.7%
ROIC（%）	13.6%	-2.4%	1.5%	8.9%
偿债能力				
资产负债率（%）	56.3%	69.4%	76.0%	75.4%
净负债比率（%）	129.0%	226.5%	317.0%	306.9%
流动比率	1.45	1.01	0.92	0.93
速动比率	0.42	0.02	-0.03	-0.03
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.83	0.89	0.96
应收账款周转率	37.47	37.47	37.47	37.47
应付账款周转率	19.60	19.60	19.60	19.60
每股指标（元）				
每股收益	1.61	-0.62	-0.14	1.08
每股经营现金流薄）	-0.56	-3.92	-2.44	-0.81
每股净资产	5.80	5.18	5.04	6.13
估值比率				
P/E	6.58	—	—	10.70
P/B	1.83	2.24	2.30	1.89
EV/EBITDA	6.78	-90.29	60.42	13.43

分析师简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。