



黄羽鸡迎景气提升，动保空间逐步打开

投资要点

- 投资逻辑：**1) 当前生猪价格于 23 元/公斤左右波动，短期迅速上涨后不排除再度回调的可能性，企业现金流仍为重要指标；2) 6 月中下旬黄羽鸡父母代产能 1380 万套，较高位去化 13% 左右，未来随需求恢复，猪价预期回暖，黄羽鸡价格有望上涨；3) 动保需求随下游养殖盈利修复而逐步回升，行业集中度提高，龙头从中受益。
- 生猪当前价格回暖，未来仍存在回调可能。**当前因多方因素短期猪价迅速上涨至 23 元/公斤左右，但后续供给增加或将促使价格回落。价格上升市场可能存在压栏行为，从能繁母猪产能的角度分析，参考历史情况，2013 年 10 月至 15 年 9 月左右去化幅度达到 23% 左右，对应猪价自 14 年年中至 16 年年中上行约 97%；最近一轮周期中，能繁母猪数量自 2017 年底去化至 2019 年 10 月，幅度约 40% 左右，价格对应上升 260% 左右。2022 年 5 月能繁母猪存栏量 4192 万头较 21 年 6 月高点 4564 万头去化 8.5% 左右，生猪价格按 19-20 元/公斤，较 21 年 10 月 10.78 元/公斤上涨 76%-85%，单纯由此数量角度考虑，生猪供给仍相对充足，且母猪产能结构调整以及生产效率不断提高，因此若要生猪数量下降，在其他条件不变的情况下，能繁母猪数量需减少的幅度有所提升。在此情景中，应选择具有良好现金流状况的标的进行投资。
- 生猪价格趋势向上为黄羽鸡景气度提供支撑，行业自身供需缺口将提振价格，龙头企业业绩有望迎来增长。**从供给端看，父母代存栏当前处于低位，且雏鸡销售价格偏低。截至 2022 年 6 月中，在产父母代黄羽鸡 1380 万套，较 2020 年 1575 万套左右的最高水平降低 13%，基本与 2018 年持平，低于 2019、2020、2021 年同期水平。从需求端看，黄羽鸡作为我国本土品种，需求具有一定的刚性，在新冠疫情得到有效控制后，整体市场需求回暖，供需缺口得到体现，价格反弹弹性大。未来猪价预期回暖，黄羽鸡价格有望增长，历史情况看 2019 年 9 月、11 月黄羽鸡、白羽鸡价格分别上涨至 21 元/公斤、13 元/公斤，且因黄羽鸡生产周期较长，故而高景气的维持时间也会更久。立华股份作为黄羽鸡养殖龙头，于周期波动间均能实现营业利润，2019 年高景气时黄羽鸡实现营业利润 21 亿元，出栏 2.9 亿羽，单羽实现营业利润 7.25 元，未来随行业景气度提升，公司业绩有望迎来快速增长。
- 下游养殖盈利修复推动动保需求，行业自身成长性逐步打开想象空间。**随能繁母猪结构调整，优质品种占比提高，生猪健康仔率提升，仔猪成本有效控制，行业完全成本中枢下移逐步恢复至非瘟前的水平，且生猪价格回暖，未来预期向好，整体动保需求将迎来提升。从行业发展角度来看，非瘟疫苗研制持续进行，若能顺利推向市场将带来增量。当前亚单位疫苗相关研发关注度较高，随猪瘟疫病毒变异，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。另一方面 2020 年 6 月 1 日，新版 GMP 正式实施，明确规定于 2022 年 6 月 1 日前兽药企业需通过新版 GMP 认证，从而提高兽药行业准入门槛，淘汰落后产能，且养殖端为控制风险增强可溯源性或减少动保产品供应商从而进一步倒逼行业集中度提升。
- 重点关注个股：**基于以上投资逻辑，重点推荐立华股份（300761）预计 22 年实现利润 7.6 亿元，当前对应 PE23 倍，维持“买入”评级；中牧股份（600195）预计 22 年实现利润 6.5 亿元，当前对应 PE19 倍，维持“买入”评级；推荐关注回盛生物（300871）预计 22 年实现利润 2 亿元，当前对应 PE19 倍，维持“买入”评级；科前生物（688526）预计 22 年实现利润 6.4 亿元，当前对应 PE19 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**养殖端突发疫病，研发进度不及预期，产品销售不及预期等。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
300761	立华股份	41.92	买入	-0.98	1.88	2.57	-	22	16
600195	中牧股份	12.49	买入	0.51	0.64	0.84	25	19	15
300871	回盛生物	23.02	买入	0.80	1.21	1.69	29	19	14
688526	科前生物	25.78	买入	1.23	1.37	1.74	21	19	15

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

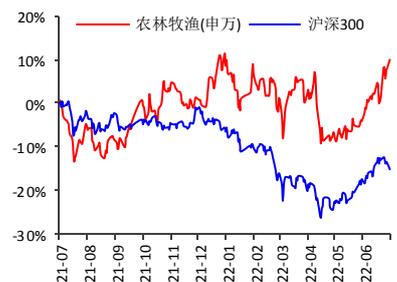
邮箱：xuq@swsc.com.cn

联系人：刘佳宜

电话：021-68415832

邮箱：liujy@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：wind

基础数据

股票家数	97
行业总市值(亿元)	17,307.34
流通市值(亿元)	17,281.42
行业市盈率 TTM	133.5
沪深 300 市盈率 TTM	12.6

相关研究

- 农林牧渔行业 2022 年中期策略：动保左侧黄金时机，优质养殖前景广阔 (2022-06-18)
- 农林牧渔行业报告：动保核心变化继续演绎，成长叠加周期打开空间 (2022-04-30)
- 农林牧渔行业 2022 年投资策略：生猪周期或迎拐点，聚焦成长性动保龙头 (2021-12-03)

目 录

1 猪价回暖趋势明朗，短期仍存在回调可能	1
2 黄羽鸡存在供需缺口，猪价上涨有助于景气提升	4
2.1 淡季价格走势仍向上，生猪价格支撑长期上行	4
2.2 行业景气度提升，头部养殖企业受益显著	8
3 下游修复，行业集中度提升，龙头从中受益	10
3.1 养殖摆脱深度亏损，动保需求提升	10
3.2 化药与生药齐驱，成长空间逐步打开	11
3.3 龙头企业各有千秋，研发创新百舸争流	13
4 投资策略	20
5 风险提示	20

图 目 录

图 1: 2012-2021 国内猪肉消费量 (单位: 千吨)	1
图 2: 2012-2021 生猪出栏量 (单位: 万头)	1
图 3: 截止 2021 年全球非瘟分布情况	1
图 4: 能繁母猪存栏月环比变动情况 (单位: %)	2
图 5: 2019 年至今生猪价的波动情况 (单位: 元/公斤)	2
图 6: 能繁母猪存栏量 (单位: 万头)	3
图 7: 生猪价格波动情况 (单位: 元/公斤)	3
图 8: 部分养殖企业资产负债率情况 (单位: %)	4
图 9: 22 年 Q1 部分养殖企业流动资产占总资产比例	4
图 10: 2018 年以来黄羽鸡销售价格 (元/公斤)	5
图 11: 2018 年以来白羽鸡销售价格 (元/公斤)	5
图 12: 2015-2021 立华股份肉鸡养殖毛利	6
图 13: 2015-2021 温氏股份肉鸡养殖毛利	6
图 14: 在产祖代黄羽鸡存栏量 (单位: 套)	7
图 15: 2018 年至今在产祖代黄羽鸡周环比变动情况	7
图 16: 在产父母代黄羽鸡存栏量 (单位: 套)	7
图 17: 2018 年至今在产父母代黄羽鸡周环比变动情况	7
图 18: 商品代肉雏鸡销售量 (单位: 羽)	8
图 19: 商品代毛鸡销售价格及成本价格 (元/公斤)	8
图 20: 主要子公司全国分布情况	9
图 21: 立华、温氏、牧原生猪头均成本 (元)	10
图 22: 2016-2021 年中牧股份公司研发投入情况	15
图 23: 2016-2021 中牧股份公司研究成果	15
图 24: 中牧实业公司研发平台架构	15

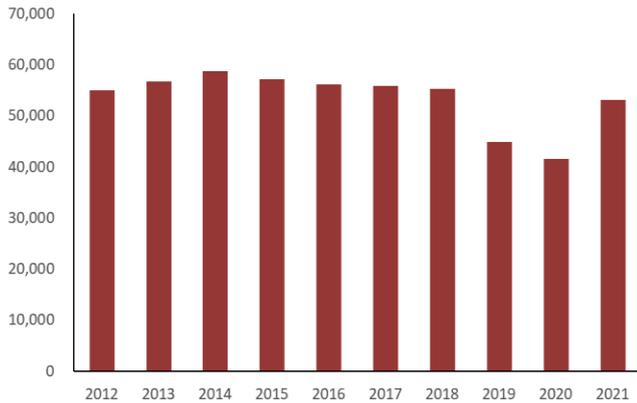
表 目 录

表 1: 2021 部分头部养殖营业成本及出栏情况.....	2
表 2: 2016-2021 立华黄羽鸡盈利情况.....	8
表 3: 部分养殖企业 22 年 Q1 以及 21 年 Q3 出栏及盈利情况.....	10
表 4: 部分动保企业经营情况.....	11
表 5: 不同非瘟疫苗研发项目对比.....	12
表 6: 中牧实业公司主打产品欧倍佳.....	13
表 7: 中牧实业公司部分猪用疫苗简介.....	14
表 8: 回盛生物部分兽药产品.....	16
表 9: 回盛生物部分研发成果.....	17
表 10: 科前生物主要产品市场占有率及排名.....	18
表 11: 科前生物技术平台及其职能.....	18
表 12: 2021 年科前生物新产品研发情况.....	19
表 13: 重点关注公司盈利预测与评级.....	20

1 猪价回暖趋势明朗，短期仍存在回调可能

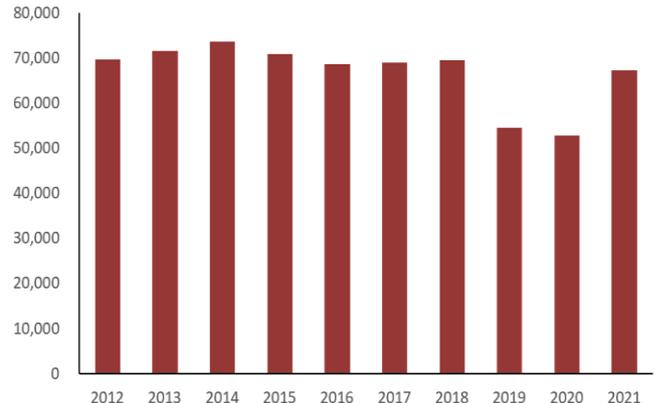
我国生猪市场规模庞大，猪肉消费能力强。根据国家统计局的数据显示，2020 年中国生猪出栏量为 5.3 亿头，2021 年出栏超 6.7 亿头，同比增长 27.4%，全年猪肉产量 5296 万吨，同比增长 28.8%，在非洲猪瘟爆发前，2015-2018 年间平均年出栏量在 7 亿头左右，猪肉在我国居民的饮食结构中扮演十分重要的角色。按照猪肉年产量 5500 万吨、以往猪周期猪肉价格 20-25 元/公斤的水平进行粗略估计，生猪市场规模大约为 1.1-1.4 万亿。

图 1：2012-2021 国内猪肉消费量（单位：千吨）



数据来源：USDA，西南证券整理

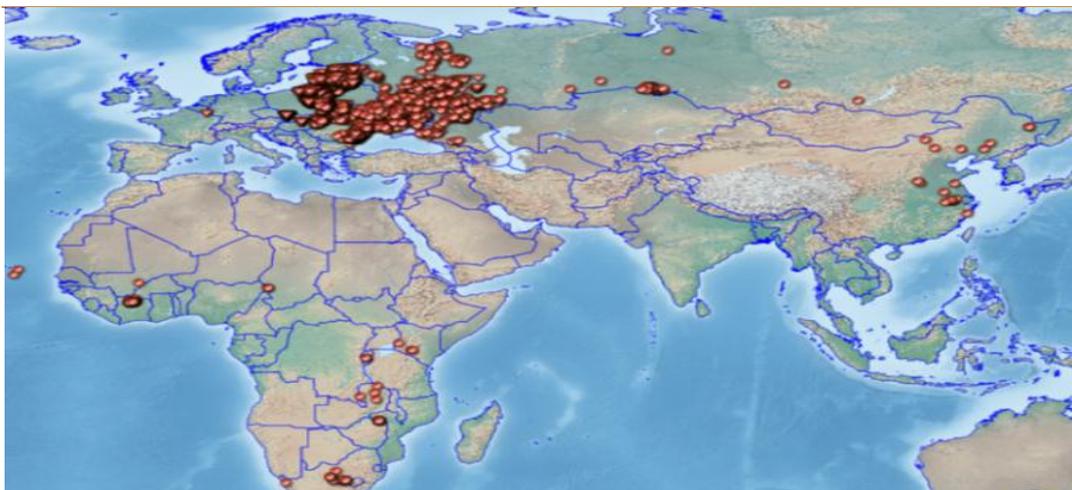
图 2：2012-2021 生猪出栏量（单位：万头）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

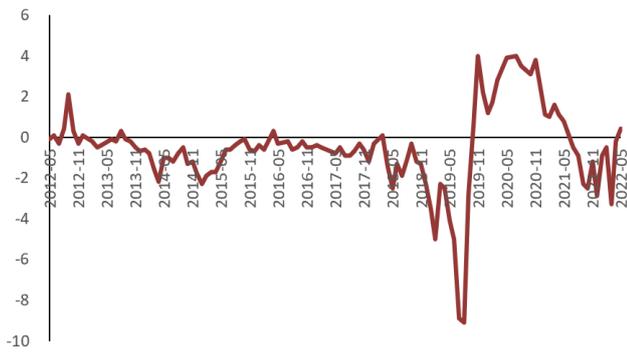
2018 年以来的新一轮周期受到非洲猪瘟的影响各项指标波动幅度较以往扩大。非洲猪瘟 1921 年首次出现在肯尼亚，是一种高致死性传染病。2017 年该病毒传入俄罗斯，2018 年 8 月首次出现在中国并在一个月时间内蔓延到全国各地。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到 100%，对防控工作要求很高。受此疫情影响，我国能繁母猪的数量在 2019 年大幅减少，至 2019 年 11 月，能繁母猪存栏量首次实现环比增加 0.6%，在 12 月生猪存栏量也首次实现环比增长 2%，《2019 年国民经济和社会发展统计公报》显示 2019 年末，我国生猪存栏 31041 万头，同比下降 27.5%；生猪出栏 54419 万头，同比下降 21.6%；全年猪肉产量 4255 万吨，同比下降 21.3%。

图 3：截止 2021 年全球非瘟分布情况

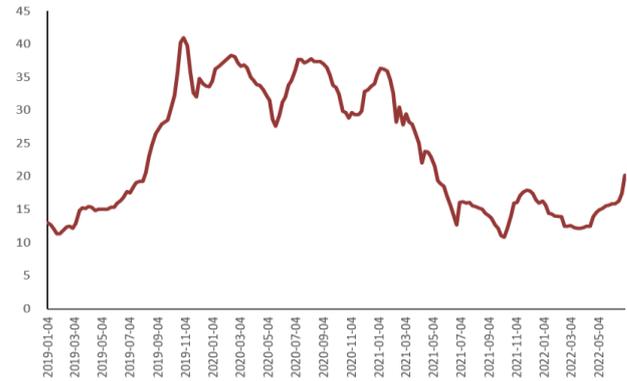


数据来源：维基百科，西南证券整理

依照农业农村部数据显示，2021 年 7 月能繁母猪存栏量环比下降 0.5%，出现产能降低趋势，截至 2022 年 5 月能繁母猪存栏 4192 万头，环比增加 0.4%，同比下降 4.7%，连续产能调整十个月后，首次环比回正。从价格角度看，2019 年 11 月前后，生猪价格达 41 元/公斤，为历史最高水平，后 2020 年于高位波动调整，2021 年初，价格进入下行通道。21 年 10 月初，生猪价格一度跌至 10-11 元/公斤，养殖企业陷入深度亏损，后因节假日以及四季度腌腊行情等需求上行，带动价格回暖，春节后因需求降低以及生猪供给端相对充足，价格回落至 12-13 元/公斤，四月中下旬生猪价格开始恢复，6 月中旬涨至 16.3 元/公斤，六月底时上升至 19-20 元/公斤。

图 4：能繁母猪存栏月环比变动情况（单位：%）


数据来源：wind，西南证券整理

图 5：2019 年至今生猪价的波动情况（单位：元/公斤）


数据来源：wind，西南证券整理

站在当前时点分析，生猪价格已处于盈亏平衡线附近，优质养殖企业可实现微微盈利，未来变化趋势存在两种情形：

情形一：生猪价格就此于小范围波动内上行，此时针对标的选择则应为出栏量大或增幅快、养殖成本低的企业。做出此判断的依据主要在于能繁母猪自 21 年 7 月持续出现月环比减少，从 10 个月的生产周期推断，对应生猪数量自 4 月起往后逐步减少，叠加暑期需求旺盛提供支撑，后可能会产生回调，但整体趋势向上。若未来可实现盈利，则盈利能力将成为评判企业经营的重要指标，业绩增速快，养殖效率高可率先盈利的养殖主体将获得竞争优势。

表 1：2021 部分头部养殖营业成本及出栏情况

公司名称	生猪养殖营业成本（亿元）	出栏量（万头）	头均成本（元）
牧原股份	619.5	4026.4	1538.6
正邦科技	422.4	1492.7	2829.8
温氏股份	384.6	1321.7	2909.6
新希望	208.5	988.5	2109.2
大北农	50.1	430.8	1163.0
天邦食品	84.8	428.0	1981.3
傲农生物	42.2	324.6	1300.1
唐人神	35.6	154.2	2308.2
天康生物	21.6	154.1	1402.1
金新农	18.5	106.9	1730.8
巨星农牧	20	87.1	2296.2
华统股份	0.9	13.7	656.9

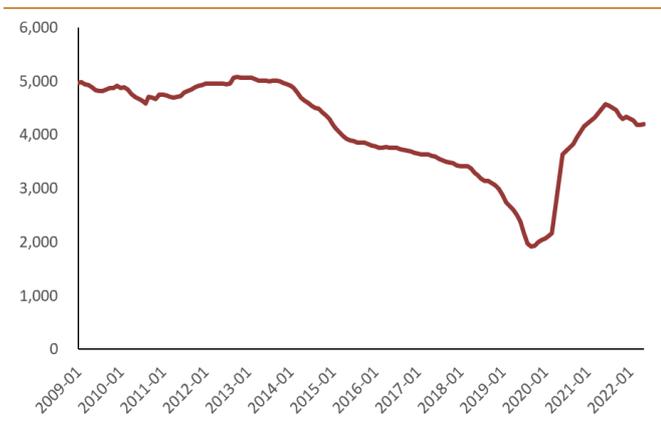
数据来源：公司公告，西南证券整理

情形二：我们认为，生猪价格于需求旺季后迎来三次探底，此种情景下应选择投资现金流情况更为健康的养殖企业。

当前因多方因素短期猪价迅速上涨，但后续供给增加或将促使价格回落。根据中国养猪网猪价系统统计数据，6月30日全国三元生猪平均出栏价格为20.39元/公斤，较6月1日16.06元/公斤上涨27%左右，我们认为4月以来生猪价格不断上涨的原因主要在于：1)：养殖户存在看涨情绪，看好后市行情，散户持续压栏惜售，市场短期供应紧缩；2)年初市场对于二季度预期存在分歧，养殖端出栏前移，由仔猪价格可以看出补栏情绪不高，叠加天气以及疫病防控等因素影响养殖效率，造成二季度生猪出栏的间隙。未来随气温逐渐升高，大猪接受程度较冬季有所不及，湿热增加防疫风险，散户压栏以及二次育肥面临出栏，且情绪或将陡增，届时市场供需情况得到改善，生猪价格有望回落。

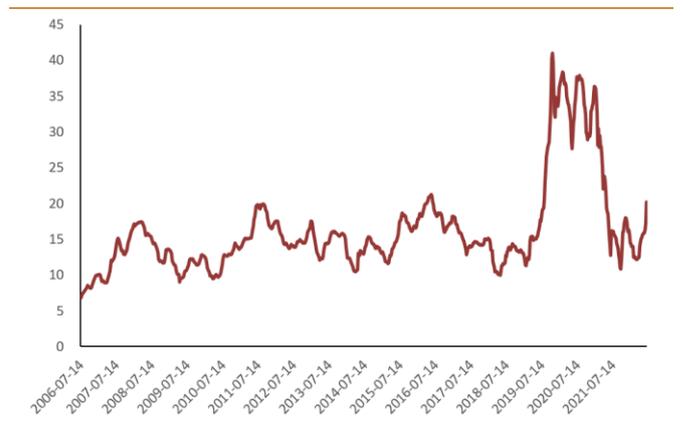
从历史情况来看，能繁母猪仍有进一步去化空间。参考以往生猪周期的情况，2013年10月左右开始产能去化，至15年9月左右去化幅度达到23%左右，后能繁母猪数量随仍在减少，但整体趋势稳定且效率有所提升，对应猪价自14年年中至16年年中上行约97%；最近一轮周期中，能繁母猪数量自2017年底去化至2019年10月，幅度约40%左右，价格对应上升260%左右，截至2022年5月，根据农业农村部数据显示，能繁母猪存栏量4192万头，环比增加0.4%，较21年6月高点4564万头去化8.5%左右，生猪价格按19-20元/公斤，较21年10月10.78元/公斤上涨76%-85%，单纯由此数量角度考虑，生猪供给仍相对充足，价格再度上升需产能去化带来供给端支撑。

图 6：能繁母猪存栏量（单位：万头）



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：生猪价格波动情况（单位：元/公斤）



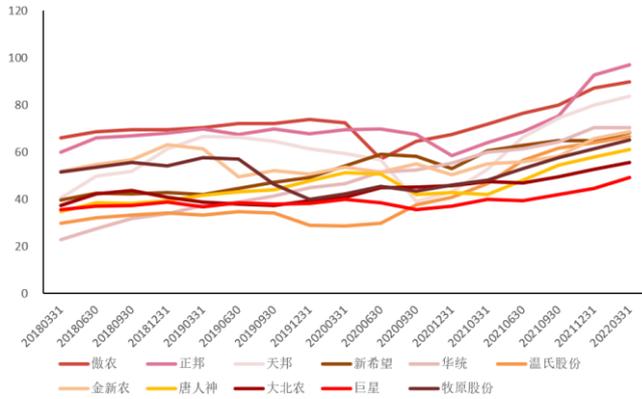
数据来源：wind，西南证券整理

除数量外，母猪产能的结构以及生产效率均因非洲猪瘟而与以往周期有所不同。从产能结构端来看，因非洲猪瘟疫情影响，19、20年为保证供给，存在有将三元母猪作能繁母猪使用的策略，其生产效率及质量不及传统二元母猪，因而在淘汰过程中将先经历落后产能的去化，从而达到结构性调整的效果，因此产能去化初期母猪数量的减少幅度对应至生猪端或有折扣。从生产效率的角度分析，随规模养殖率提高以及科学化养殖的普及，能繁母猪PSY（每头母猪每年所能提供的断奶仔猪的头数）指标等均有所提升，因此若要生猪数量下降，在其他条件不变的情况下，能繁母猪数量需减少的幅度有所提升。

在此情境中，投资标的应具有良好的现金流状况。当前生猪价格处于19-20元/公斤，优质生猪养殖企业实现微盈利，盈亏平衡线附近的价格使得此前持续净流出的经营性现金流得到缓和。21年初生猪价格急剧下滑时，因此前累计利润丰厚，大多生猪养殖户均具备

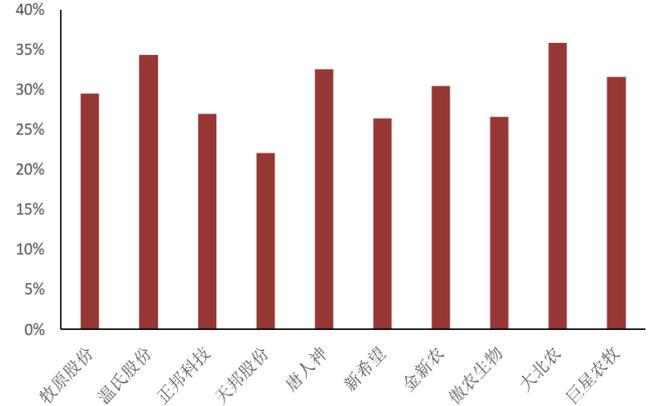
抗风险能力，而截至目前参考养殖平均成本水平，行业亏损已维持接近一年时间，未来若因供给端数量增加而产生猪价震荡，集团企业相较于散户养殖更具有融资渠道等优势。

图 8：部分养殖企业资产负债率情况（单位：%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：22 年 Q1 部分养殖企业流动资产占总资产比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

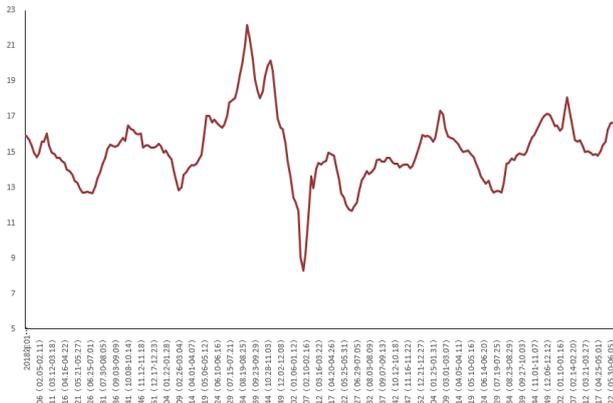
综上所述，我们对于生猪价格走势的判断更加倾向于旺季后会产生调整，但整体趋势向上。主要是基于产能去化力度、当前压栏情况等综合考量，对于投资标的则需优先考虑现金流情况，并进一步结合养殖效率、成本管控以及出栏规划进行考量。但当前仍存在有不确定性，而黄羽鸡养殖以及动保板块，因生猪摆脱深度亏损进入上行通道而迎来较高确定性。

2 黄羽鸡存在供需缺口，猪价上涨有助于景气提升

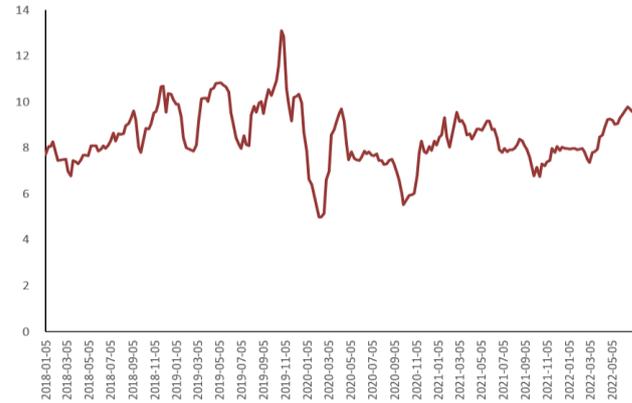
2.1 淡季价格走势仍向上，生猪价格支撑长期上行

当前黄羽鸡虽处于传统消费淡季，但价格走势仍然坚挺。春节前为传统消费旺季，1 月底 2 月初时价格达到 18 元/公斤，后因需求走弱价格调整至 4 月底 14.8 元/公斤，6 月中下旬价格为 16.58 元/公斤，在此消费淡季价格仍然逆势向上我们认为原因主要是：1) 生猪价格走势向上的带动作用；2) 黄羽鸡市场存在供需缺口。

生猪价格趋势向上对黄羽鸡价格上涨产生支撑作用。2019 年 2 月-2019 年 12 月，生猪养殖因受到非洲猪瘟疫情影响，产能减少，生猪价格自 11.5 元/公斤上升至 34 元/公斤，期间在 11 月曾达到 40 元/公斤的高位，鸡肉拥有一定的生猪替代属性，其需求以及价格均受到带动提升。根据中国畜牧业协会统计数据显示黄羽鸡价格于 19 年 9 月初达到 21-22 元/公斤，白羽鸡于 2019 年 11 月底上涨至 13 元/公斤。未来生猪价格上行将对禽类价格提振产生正面作用。

图 10：2018 年以来黄羽鸡销售价格（元/公斤）


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

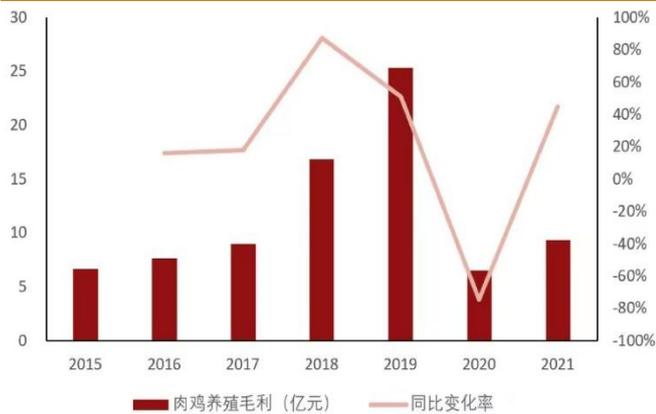
图 11：2018 年以来白羽鸡销售价格（元/公斤）


数据来源：博亚和讯，西南证券整理

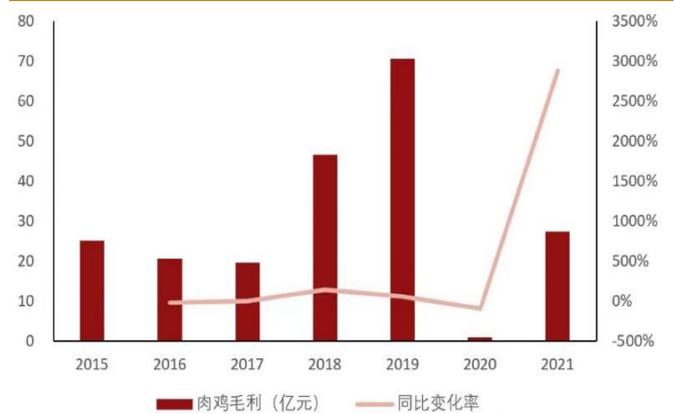
黄羽鸡相较于白羽鸡而言，养殖周期更长，产能修复所需时间更久，价格上涨更具持久性。从养殖周期来看，曾祖代/祖代/父母代种鸡生长期为 22 周、产蛋期持续 38 周，孵化需 3 周左右。祖代鸡自补栏后第 23 周开始产蛋，孵化约需 3 周时间，第 26 周可得到第一代父母代雏鸡，父母代同理得商品代雏鸡。按照生长速度以及出栏的时间，黄羽鸡可划分为快速鸡、中速鸡、慢速鸡。快速鸡平均出栏日龄 53 天，养殖成本较低，肉质色泽、风味及口感方面较白羽鸡更具优势；中速鸡生长速度、肉质介于快速鸡和慢速鸡之间，平均出栏日龄 80 天，屠宰后皮肤光亮比较美观，且经冰鲜处理后口感下降程度较低；慢速鸡出栏日龄需要 95 天及以上，生长模式以放养为主，肉质最优价格也更高。白羽鸡自父母代产下商品代鸡蛋后，经三周时间进行孵化，商品代鸡苗经历六周育肥培育成可出栏的毛鸡进行屠宰、分割冷冻制成冻肉，最终流向消费端。从历史走势总已亦可看出，黄羽鸡价格上升、维持、回落所形成的区间大于白羽鸡，黄玉肉鸡价格高景气的时间通常维持在 2-3 个月左右。

2.1.1 需求端逐步恢复

黄羽鸡具备一定的消费刚性，受到特殊情况影响后可迅速恢复。以禽流感为例，2013 年 3 月底在上海和安徽首次发现 H7N9 型禽流感病毒，2013 年立华股份与温氏股份的营业净利润分别为 -2.4 亿元、6.1 亿元，同比增长 -427.0%、5.5%，销售毛利率分别为 -1.7%、7.0%。禽流感对于当年盈利情况影响较大。而 2014 年，两家公司净利润都回到正常水平 3.5 亿元、28.8 亿元，扭亏为盈，实现同比增长 248.4%、26.6%。2017 年年初又一次出现禽流感，两家公司作为黄羽鸡养殖龙头企业，整体营业收入、毛利率虽受影响，但恢复也较快。立华 2019 年 2 月上市，2017 年并未披露半年报，从温氏 2017 年年报与半年报情况来看，半年度肉鸡类养殖营收 62 亿元，同比减少 26.4%，毛利率 -21.6%，而从全年角度来肉鸡养殖实现营收 175.6 亿元，同比减少 8.7%，毛利率恢复正值 11.2%，同比微增 0.2 个百分点。立华历史财务数据亦表明鸡类养殖业务营业净利润 9.2 亿元，同比增长 29.6%。2020 年的毛利降低主要系 1) 19 年盈利达到历史峰值，供给增加；2) 受新冠疫情影响需求不振；3) 整体行情低迷价格不景气所造成。21 年行情有所好转，价格同比提升，整体盈利水平得到修复。

图 12：2015-2021 立华股份肉鸡养殖毛利


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：2015-2021 温氏股份肉鸡养殖毛利


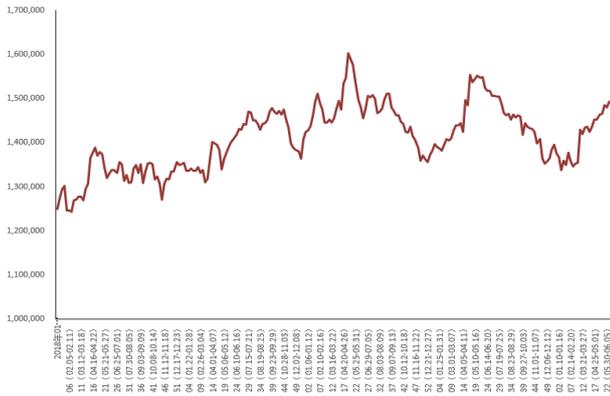
数据来源：公司公告，西南证券整理

新冠疫情对于消费市场的影响，也将随着疫情控制而逐步得到缓解。根据 WHO 数据，截至北京时间 2022 年 6 月 30 日，全球共计确诊 5.4 亿患者，633 万人因新冠病毒离世，全球经济亦受到猛烈冲击，21 年 10 月国际货币基金组织（IMF）发布的《世界经济展望报告》表明 2020 年世界经济同比深度下滑 3.1%，国内整体消费亦受到影响，2022 年 4 月 30 日国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，指出“消费是最终需求，是畅通国内大循环的关键环节和重要引擎，对经济具有持久拉动力”，今年”着力稳住消费基本盘“是“稳增长”的重要一环；《意见》中提出了五个方向二十项举措，其中针对疫情纾困，保供稳价、消费创新、促进文旅、挖掘县乡消费等方面都提出了具体的要求。在经济复苏以及消费逐步恢复的发展趋势下，黄羽肉鸡作为我国主要鸡肉消费产品，家庭消费的刚性特征决定了其需求量的稳定性，初步预计将迅速回到同期水平。

2.1.2 供给端：产能历史低位

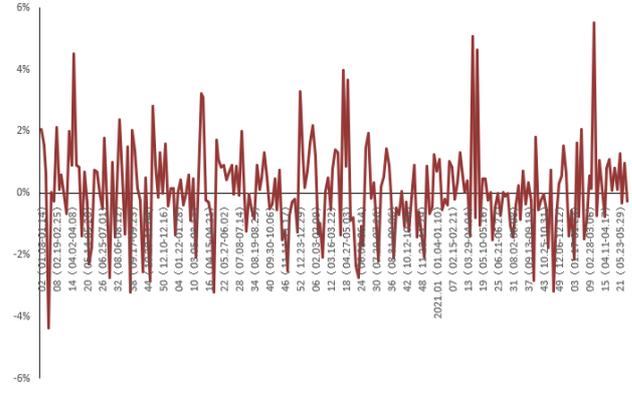
祖代黄羽鸡整体产能相对稳定，且因黄羽鸡为我国本土种源，故祖代参考意义不及白羽鸡祖代。2018 年年初在产祖代黄羽鸡存栏 125 万套左右，为近年来低点，2020 年 5 月左右达到 160 万套的高点。周环比波动幅度最值为正负 5%，平均一般维持在正负 2% 左右。后备祖代存栏量 2018 年至今，偶尔出现波动，波动区间在 100 万-120 万套之间，曾在 2021 年 9 月中旬出现 148.9 万套的较高水平，后恢复至正常水平。根据中国畜牧业协会数据，截至 2022 年 6 月 19 日，在产祖代黄羽鸡 149 万套，周环比变动-0.3%，后备祖代存栏 113.6 万套，周环比 2.2%，三月中旬在产祖代种鸡数量明显提升，整体微高于 2018、2019 年存栏，基本与 20 年持平，低于 21 年的水平。

图 14：在产祖代黄羽鸡存栏量（单位：套）



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

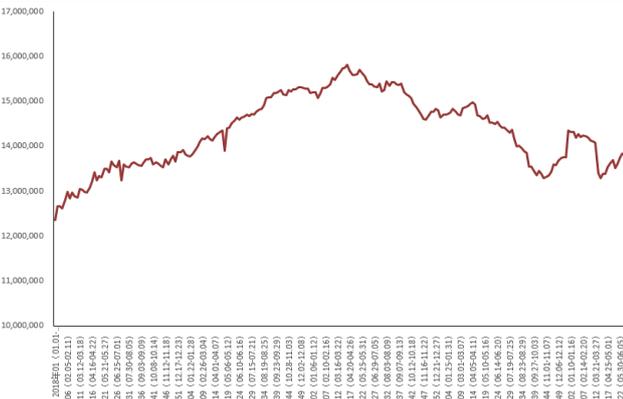
图 15：2018 年至今在产祖代黄羽鸡周环比变动情况



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

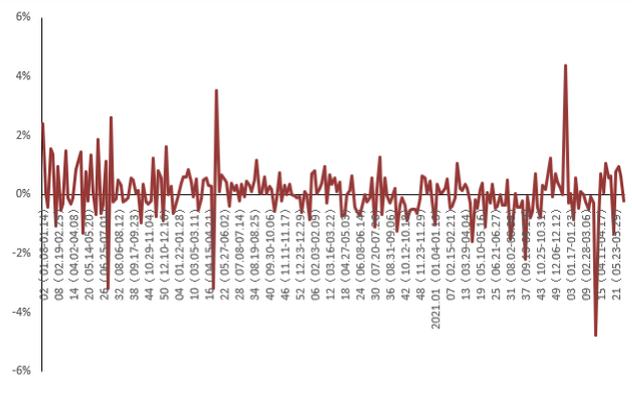
父母代产能持续去化，当前存栏处于低位。2018、2019 年在产父母代存栏量呈平缓上升，2020 年下半年开始出现去产能趋势。2018 年年初在产父母代存栏量 1236 万套左右，属于全年最低水平，后持续上升，2020 年 3 月底产能达到 1575 万套左右，后开始出现去产能趋势，2021 年年初在产父母代种鸡存栏 1465 万套，2021 年底该指标为 1376 万套，全年产能去化 6% 左右。截至 2022 年 6 月 19 日，在产父母代黄羽鸡 1380 万套，周环比变动 -0.2%，较 2020 年 1575 万套左右的最高水平降低 13%，后备父母代存栏 903.2 万套，周环基本维持不变。在产父母代存栏基本与 2018 年持平，低于 2019、2020、2021 年同期水平，整体产能处于低位。从雏鸡价格端看，6 月中 8.59 元/套，低于 19-21 年同期，高于 18 年同期水平，主要是受到饲料价格偏高（截至 2022 年 6 月底玉米现货价格 2861 元/吨、豆粕现货价格 4029 元/吨，皆处于高位，饲料价格亦迎来数次上调）养殖成本较高，结合毛鸡终端亏损以及疫情对于需求端的影响，整体补栏热情并不高，但若未来疫情得到有效控制，整体市场需求回暖，价格反弹弹性大，补栏或将增强。

图 16：在产父母代黄羽鸡存栏量（单位：套）



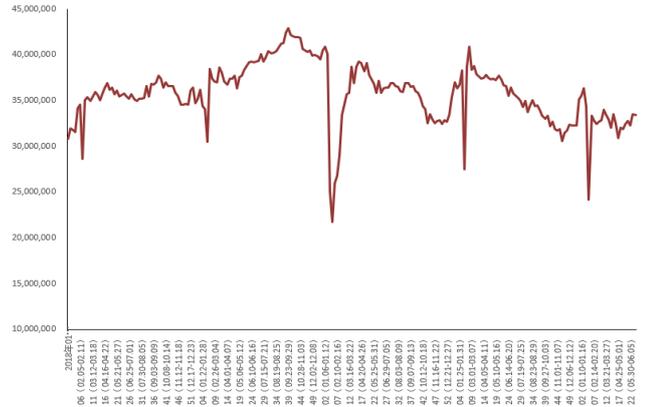
数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

图 17：2018 年至今在产父母代黄羽鸡周环比变动情况



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

商品代肉雏鸡销售量低于往年水平，毛鸡价格与 21 年基本持平，未来有望迎来反弹。根据中国畜牧业协会数据显示，2022.06.13-06.19 商品代雏鸡销售量 3337 万只，周环比减少 0.4%，2018-2021 年同期水平均在 3500 万只以上，商品代毛鸡销售价格约为 14.9 元/公斤，市场平均成本价 16.58 元/公斤，行业平均成本为 15.92 元/公斤，实现微盈利，未来生猪价格预期回暖且随疫情得到有效控制，供需面提供价格上行支撑，拥有高弹性，黄羽鸡养殖行业盈利水平有望改善。

图 18: 商品代肉雏鸡销售量 (单位: 羽)


数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

图 19: 商品代毛鸡销售价格及成本价格 (元/公斤)


数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

2.2 行业景气度提升, 头部养殖企业受益显著

立华作为黄羽鸡头部养殖企业盈利能力领先。公司黄羽鸡市占率位居全国第二, 并在维持原有消费市场基础上继续向两广区域市场扩张。根据中国畜牧业协会禽业分会数据统计, 2019 年至 2021 年我国黄羽鸡出栏量分别为 45.6/44.3/40.4 亿羽, 同期公司商品肉鸡出栏量分别为 2.9/3.2/3.7 亿羽, 占全国黄羽鸡出栏量比重分别为 6.3%/7.3%/9.2%, 出栏量及市场占比多年来位居全国第二, 并呈逐步上升趋势。从历史数据看, 立华 2017-2021 年黄羽鸡单羽营业利润分别为 7.25/0.97/0.67 元、由此可见于行业周期波动间, 公司均可实现盈利, 19 年黄羽鸡价格高位时, 公司实现归母净利润 19.6 亿元, 概念生猪营业利润为 -1.4 亿元, 若按照归母净利润 19.6 亿元, 出栏 2.9 亿羽, 平均归母净利为 6.8 元, 未来公司按照年出栏 10% 的增长假设, 22/23 年出栏为 4.1/4.5 亿羽, 公司未来业绩弹性高, 成长空间广阔, 预计 22 年归母净利 7.6 亿元, 对应 PE22 倍, 维持“买入”评级。

表 2: 2016-2021 立华黄羽鸡盈利情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
出栏量 (亿羽)	2.32	2.55	2.61	2.89	3.23	3.7
黄鸡营业利润 (亿元)	2.99	6.69	13.83	20.94	3.12	2.48
平均每羽营业利润 (元)	1.29	2.62	5.30	7.25	0.97	0.67

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

立华股份在黄羽鸡业务上形成完整产业链, 其中包含曾祖代、祖代、父母代种鸡繁育, 饲料生产, 商品代养殖以及屠宰加工。在养殖业务上实行紧密的“公司+合作社+农户”养殖模式。在该模式下, 公司与农户建立合作关系, 农户接受公司委托需提供符合条件的养殖场地、设施及劳动力、缴纳保证金、签署养殖合同, 加入与公司有合作关系的专业合作社。建立合作关系后, 公司将育种好的苗鸡与养殖所需的饲料和药品疫苗等物料提供给农户, 并在农户养鸡的全过程提供技术指导, 提高农户养殖效率, 并负责回收成品鸡。这种模式属于轻资产的运营模式, 相较于传统全程自养的模式, 成本和资本投入的需求都更低。合作社是一种新型农户组织, 在合作养殖过程中主要负责管理公司出资设立的风险基金、免疫及运输等辅助服务工作, 是农户自治组织, 是公司与农户沟通交流的纽带与桥梁, 有助于调动农户提高产量的积极性, 促进农户诚信经营, 降低合作养殖的生产经营风险。这

也是公司积极响应国家鼓励农民新型生产组织政策的体现，符合我国国情以及农业发展需求。

公司占据选址优势。集团旗下子公司广泛分布在江苏、浙江、安徽、广东、河南、山东、四川、湖南等地。我国黄羽鸡消费市场主要分布在两广、湖南、江西以及江浙沪地区，南方相较于北方整体需求量更高，近年来传统消费市场消费水平提高，北方市场存在快速发展格局。除区域选择外，子公司在具体定位上，一般会临近粮食产区，这样既方便销售，又方便获取饲料，控制原料成本。而生猪养殖场则选在四川盆地，黄淮流域等玉米和小麦主产区、长江中下游水稻主产区，此三地为我国主要的生猪生产和调出区。

图 20：主要子公司全国分布情况



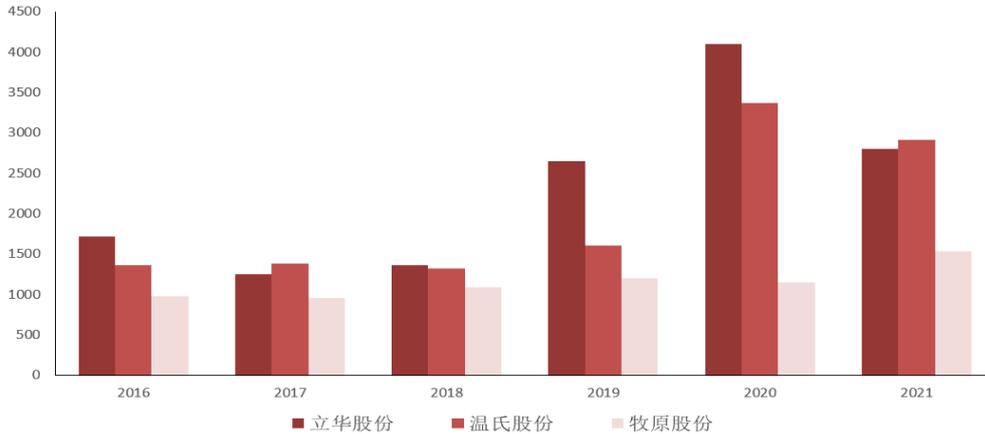
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司黄羽鸡与周期波动中实现盈利，与其优秀的成本管控能力密不可分。因 2021 年并未披露详细成本构成，参考 2019、2020 两年，立华鸡类产品总营业成本为 55.6 亿、66.6 亿元，饲料原料成本分别为 39.2 亿元、49.7 亿元，占比分别为 70.5%、74.6%，饲料原料为养殖成本中的重要部分，有效控制该项成本有利于公司盈利能力的提升。面对这一压力，公司从饲料原料采购、营养和饲料加工领域、饲养技术领域等各个方面挖潜节流、控制成本，具体体现在以下三个方面：1) 饲料原料采购方面，子公司选址一般临近粮食产量高、人口密集的区域，可有效保证饲料原料的供给与产品销售，减少运输成本，另一方面，公司通过密切关注大宗商品价格变动、积极拍卖政府储备粮等方式持续优化采购策略，控制采购成本；2) 营养和饲料加工方面，针对玉米原料价格上升的情况，科学调整饲料酶制剂酶谱，借助仿生消化试验和代谢试验平台，对非常规原料进行营养价值评估和精准使用，全面实现无玉米型日粮配方，从饲料端精准控制成本；3) 饲养技术领域，通过加强多层笼养和高密度平养下的畜禽舍精准环控技术的研究和应用、加强精准储料运料等新技术新方法的研究与推广，基于发酵饲料建设健康养殖模式，从饲养端精细化管理控制成本。

生猪养殖相关业务仍存在提升空间，未来随养殖效率以及产能利用率提高，有望实现盈利。从成本端看当前公司生猪养殖成本较高，按照公司年报中生猪养殖板块成本除以当年出栏量对于头均成本进行粗略估计，21 年公司该指标水平为 2804.6 元，生猪养殖龙头企业牧原股份该项指标为 1538.7 元，由此可见公司养殖成本仍有较高的提升空间。从能繁母猪来看，公司逐步淘汰低效母猪，提升存栏母猪生产性能，从而降低完全成本。公司当前

产能利用率较低，根据公司 2021 年 8 月在可转债审核问询函回复报告中数据显示，公司截至 21 年 6 月已建成生猪养殖 139 万的产能，根据 21 年出栏 41.3 万头，产能利用率尚为 30%左右，公司处于对周期的考虑，稳健进行出栏扩张，未来随猪价预期回暖，产能利用率提升，相应折旧摊销均将降低，成本进一步降低叠加售价回升，整体公司业绩有望增长。

图 21：立华、温氏、牧原生猪头均成本（元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

未来在生猪养殖业务板块，公司将在现有生猪养殖技术和经验的基础上，继续深入摸索具有自身特色的生猪养殖业务模式，优化养殖技术体系，在短期内发展成为具有区域影响力的生猪供应商，公司计划到 2025 年形成出栏商品猪 300 万头左右的产能规模。

3 下游修复，行业集中度提升，龙头从中受益

3.1 养殖摆脱深度亏损，动保需求提升

下游养殖端自深度亏损中逐步修复，盈利能力增强的过程中，动保产品需求将迎来提升。从生猪价格走势以及养殖企业披露年报的情况来看，22 年 Q1 养殖企业经营情况较 21 年 Q3 得到显著改善。2022 年一季度十家上市公司生猪养殖企业出栏共计 2818.2 万头，较 2021 年 Q3 出栏 2398.5 万头增长 17.5%，从公司个体来看 6 家企业出栏增加，金新农增长 94.8%，新希望增长 63.8%，正邦股份减少 49.9%。从 21 年单三季度以及 22 年 Q1 的情况来看，大多数经营均有所好转，且资产减值损失减少，整体未来预期向好。

表 3：部分养殖企业 22 年 Q1 以及 21 年 Q3 出栏及盈利情况

	22 年 Q1 出栏 (万头)	21 年 Q3 出栏 (万头)	变化	22 年 Q1 归母净利 (亿元)	21 年 Q3 归母净利 (亿元)	22 年 Q1 资产减值损失 (亿元)	21 年 Q3 资产减值损失 (亿元)
牧原股份	1381.7	867	59.4%	-51.80	-8.22	-	-
温氏股份	402.35	428.79	-6.2%	-37.63	-72.04	-9.97	-13.86
正邦科技	242.61	483.87	-49.9%	-24.33	-61.97	-3.98	-10.20
新希望	369.68	225.73	63.8%	-28.79	-29.86	-6.03	-10.57
天邦股份	100.43	95.84	4.8%	-6.74	-20.46	-0.05	-5.91
大北农	107.14	128.53	-16.6%	-2.33	-3.91	-	-
天康生物	37.69	44.04	-14.4%	-0.7	-4.34	0.48	0

	22 年 Q1 出栏 (万头)	21 年 Q3 出栏 (万头)	变化	22 年 Q1 归母净利 (亿元)	21 年 Q3 归母净利 (亿元)	22 年 Q1 资产减值损失 (亿元)	21 年 Q3 资产减值损失 (亿元)
唐人神	38.34	28.21	35.9%	-1.49	-5.73	-0.05	-1.05
傲农生物	104.67	79.2	32.2%	-3.52	-3.40	-	-
金新农	33.58	17.24	94.8%	-1.49	-3.32	-0.38	-1.31

数据来源：公司公告，西南证券整理

21 年 Q3 养殖深度亏损以来，动保企业业绩增速均放缓，21 年 Q3 瑞普、回盛、科前均出现利润同比减少，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 Q3 生猪疫苗实现营收 9311.5 万元，同比增速为 25.9%。由此可见虽然 21 年三季度生猪数量偏高，但养殖行业陷入深度亏损，未来以半年为维度对于生猪价格的预期仍将维持低位，虽大型集团客户需求量仍相对稳定，但中小散户受到影响较大，可能会在疫病出现的情况下选择放弃而直接淘汰，因此 21 年第三季度的动保行业整体业绩增速放缓或是出现同比下滑。22 年 Q1 因去年同期基数过高仍皆呈现出同比下降，但预计二季度情况会有所好转。即使如前文所分析生猪价格再次回调，但因未来半年时间维度内价值预期向上，且从产能的角度分析，价格回调至因产能大幅过剩而导致深度亏损的可能微乎其微，养殖端已摆脱深度亏损，动保产品的需求也迎来了拐点。

表 4：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
2021Q1 归母净利润 (亿元)	1.62	2.11	1.16	0.87	0.63	1.69
同比变化	24.5%	40.41%	59.11%	46.21%	150.59%	82.47%
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%
2022 年 Q1 归母净利润 (亿元)	1.34	0.81	0.72	0.38	0.02	0.91
同比变动	-17.06%	-61.68%	-37.94%	-56.8%	-96.81%	46.28%

数据来源：公司一季报、三季报，西南证券整理

3.2 化药与生药齐驱，成长空间逐步打开

动保企业已由单品竞争时代迈向综合动保闭环方案竞争时代。我国畜牧养殖业不断规模化、集约化，同时，我国动物疫病防控政策也逐步实现过渡升级。过去政府招标体系以牌照和资质为王。当前规模养殖快速发展，养殖密度持续提高、疫情流行日趋复杂，养殖端对产品质量和技术服务能力的需求升级，动保企业竞争已由原先的单品竞争时代进入体系化优势竞争阶段。满足大型养殖集团和养殖屠宰一条龙企业对兽药品类、品质、供应保障和降本增效需求的企业，才能适应养殖格局的变化，在动保行业中脱颖而出。

生物制品领域，口蹄疫和禽流感疫苗市场规模最大，目前国内仅有 8 家企业生产，门槛较高，行业格局相对稳定。禽流感疫苗是禽用疫苗市场最大单品，当前以“先打后补”政策为主，2020 年禽流感疫苗的市场规模接近 36 亿元，当前市场可生产销售三价灭活苗的公司有 12 家，以瑞普生物旗下华南生物和中牧股份旗下乾元浩竞争力最强。其他兽用疫苗领域竞争分散，企业差异化构筑细分优势。科前生物占据了猪伪狂犬疫苗最大市场份额，普莱柯猪圆环领域表现优异，申联生物合成肽疫苗技术领先，金河生物生产的蓝耳疫苗具备高抗原浓度和高抗原纯度，能实现超越同行的免疫效果和低不良反应。整体而言，我国兽用生物制品头部企业整体业务发展较为全面，并各自在细分领域取得了比较优势，实现

了优势单品的错位发展。化药领域未来或迎需求增量，且当前仍较为分散，行业规范化以及集中度有待进一步提升。

非洲猪瘟疫苗或将带来市场增量。2021 年农业农村部颁布“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项项目，其中包含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三项非瘟疫苗研发项目：非瘟基因缺失疫苗在有效性上表现出良好的免疫保护作用，但安全性相对较低；相较于基因缺失疫苗，非瘟亚单位疫苗在有效性上可能有所不及，目前不能保护猪只或者只能部分保护猪只，但在安全性上相对较高；非瘟活载体疫苗有少部分的候选疫苗表现出攻毒保护力。目前非瘟疫苗的研发正在积极推行中，结合当前非瘟病毒毒性减弱、流行性增强的特点，未来非瘟亚单位疫苗的推广可能性更高，若能顺利实现商业化，或推动动保市场规模扩张，成长性进一步增强。

表 5：不同非瘟疫苗研发项目对比

项目名称	原理	项目牵头研制单位	安全性	周期
非洲猪瘟基因缺失疫苗研发	基因缺失疫苗是利用基因工程去掉病毒基因组中负责毒力的基因中的某个片断，使其成为缺损病毒株，所制成的一类疫苗。	中国农业科学院北京畜牧兽医研究所	有残留毒力	3 年
非洲猪瘟亚单位疫苗研发	将具有中和表位的非洲猪瘟病毒保护性抗原基因在原核或真核细胞中表达，并将产生的蛋白质或多肽递呈给抗原递呈细胞，以诱导产生高滴度的抗非洲猪瘟病毒的中和抗体。	中国农业科学院兰州兽医研究所	安全性相对较高	3 年
非洲猪瘟活载体疫苗研发	活载体疫苗是利用基因工程技术将被病毒或细菌（常为疫苗弱毒株）构建为疫苗载体（或称外源基因携带者），再把外源基因（包括重组多肽、肽链抗原位点等插入其中使之表达的活疫苗。	军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所	有残留毒力	3 年

数据来源：百度百科、农业农村部，西南证券整理

从化药角度来看，在新版 GMP 实施以及下游重视程度不断提升的共同推动下，行业集中度不断提高。2002 年兽药 GMP 的实施对规范我国兽药企业健康发展发挥了重要作用，但目前兽药企业整体上仍然比较分散、效率较低，2018 年 CR30 占比仅为 43.3%，行业集中度有待提升。随着社会发展和产业升级，世界各国的技术标准不断提升、理念和要求不断更新，在此背景下，我国新版兽药 GMP 于 2020 年 6 月 1 日起施行，要求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 按照“硬件软件并重的原则”，体现质量风险管理和兽药生产全过程管理的理念，与旧版 GMP 相比更加注重科学性、强调指导性和可操作性，具体内容上的区别主要包括：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。

另一方面，下游养殖行业为控制经营风险，增强动保产品可溯源性，将减少供应商数量，倒逼行业集中度提升，龙头动保企业因其产品具有安全性高、可溯源性强等特点，下游认可度更高，在行业中具有更强的生存和抗压能力，再次变化中将进一步提高市场份额，获得业绩增量。

3.3 龙头企业各有千秋，研发创新百舸争流

3.3.1 中牧股份

中牧股份口蹄疫疫苗产品优质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；生药方面与牧原合资成立子公司负责兽药生产经营，形成深度绑定，未来向制剂端拓展，市占率不断提升。从管理角度考虑，公司契约化奖金激励制度在 21 年 10 月已落地，国企改革卓有成效，契约化合约实施后，各级员工主观能动性提高，产期发展向好。预计 2022-2023 年 EPS 分别为 0.64 元、0.84 元，对应动态 PE 分别为 19/15 倍，考虑到公司药苗双轮驱动成长性强，龙头地位稳固，给予 22 年 27 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：产能建设不及预期；下游需求不及预期等。

公司口蹄疫疫苗优质，市场苗市占率有望进一步提升。口蹄疫属于传染性强、危害性大的动物疫病，属于我国实施强制免疫的病种，但口蹄疫疫苗生产壁垒较高，目前我国经农业部批准拥有口蹄疫疫苗生产资质的企业仅有 8 家（分别为金宇保灵生物药品有限公司、中农威特生物科技股份有限公司、中牧实业股份有限公司兰州生物药厂、中普生物、天康生物股份有限公司、内蒙古必威安泰生物科技有限公司、申联生物医药（上海）、海利生物。）。农业部 2016 年发布的《口蹄疫、高致病性禽流感疫苗生产企业设置规划》进一步加强了对口蹄疫疫苗生产企业的管理，要求企业涉及口蹄疫病毒操作的生产区域、质检室等厂房设施及防护措施均应符合生物安全三级防护要求，且应于 2020 年 11 月 30 日前达到规定的生产条件要求。公司产品欧倍佳为口蹄疫 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），凭借抗原谱广、技术国际领先、生产工艺国际领先、抗原纯度高、副反应小等多项优势获得市场认可，并紧抓市场苗代替政采苗的趋势，进一步扩大市场份额，市占率有望进一步提升。

表 6：中牧实业公司主打产品欧倍佳

优势	具体体现
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。
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。
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。
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≥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≤200ug/头份，内毒素含量<1EU/ml，有效降低副反应。

数据来源：公司官网，西南证券整理

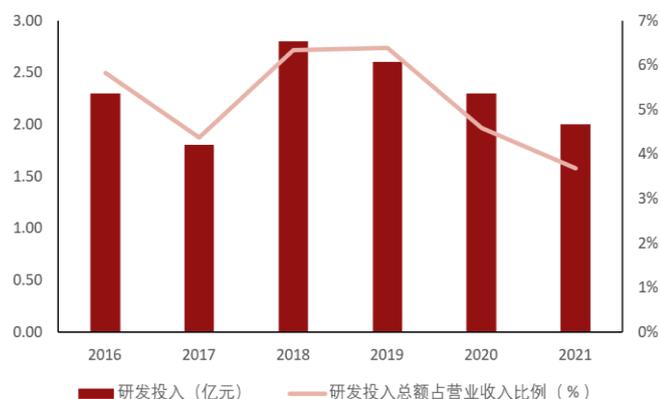
公司拥有除大单品口蹄疫疫苗外的多样产品布局，包括高致病性禽流感疫苗、猪圆环病毒灭活疫苗、猪伪狂犬病活疫苗、狂犬病灭活疫苗及其他各类常规兽用疫苗产品和诊断制剂。在下游养殖客户减少供应商的情况下，公司以大单品为核心，通过大单品打开客户渠道后，逐步推动非口蹄疫疫苗销售增长，与优质服务相结合，提高用户粘性。带动各项产品渗透率，提升业绩。

表 7：中牧实业公司部分猪用疫苗简介

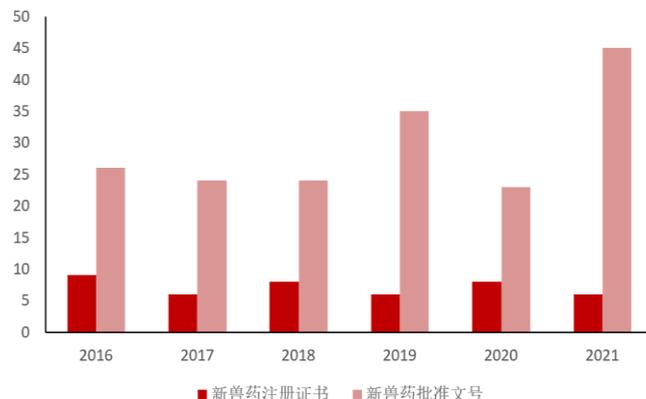
名称	通用名	产品特点	产品图片
欧倍佳	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (O/Mya98/BY/2010 株 +O/PanAsia/TZ/2011 株 +Re-A/WH/09 株)	抗原谱广，疫苗毒与流行毒匹配性更好，抗原谱更广，一针含 3 种疫苗毒株，即 O/Mya98 毒株、泛亚毒株、A 型的 WH/09 毒株。同时对于目前流行的中国古典毒株、印度 2001 毒株也均有坚强有效的保护；技术水平国际领先；生产工艺国际领先；抗原纯度高、副反应低。	
欧标佳	口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗 (O/rV-1 株+A/rV-2 株)	免疫谱广：对目前流行的 O/Mya98、Cathay、PanAsia、Ind-2001、A/GDMM、A/WH-09、A/AKT-III 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。	

数据来源：公司官网，西南证券整理

2021 年内，公司研发投入约 1.95 亿元，获得一项国家科技成果奖，牛口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗（多肽 0506+0708）、猪圆环病毒 2 型合成肽疫苗（多肽 0803+0806）、猪乙型脑炎活疫苗（传代细胞源，SA14-14-2 株）等六项新兽药注册证书，29 项授权发明专利，猪口蹄疫 O 型灭活疫苗（O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株）等 45 个新兽药产品文号，完成转化成果 12 项，为公司高质量发展提供源源不断的技术支撑。2016 年-2021 年六年时间共获得 43 个新兽药注册证书，177 个新兽药批准文号，多年来研发成果行业领先。

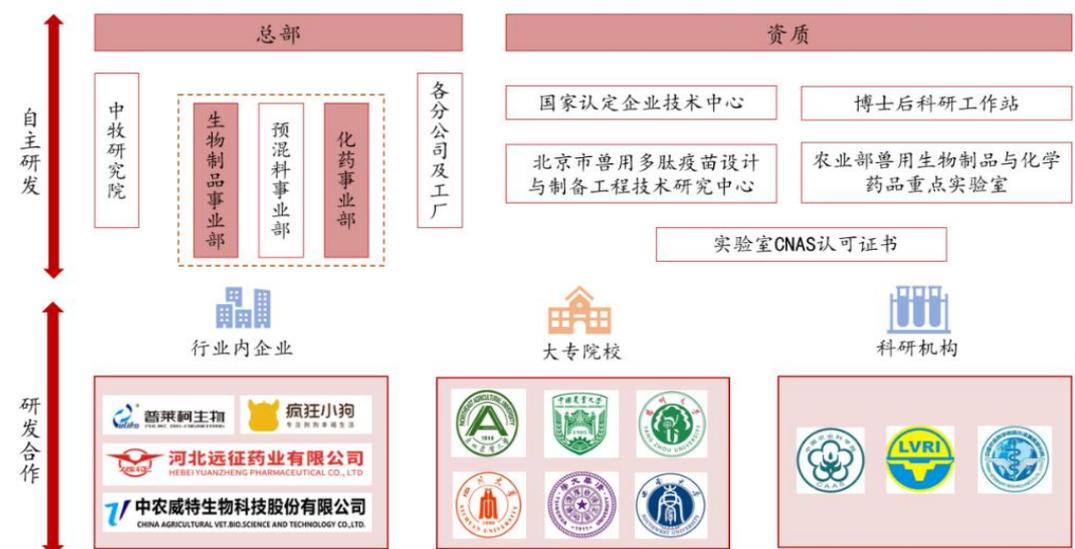
图 22：2016-2021 年中牧股份公司研发投入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：2016-2021 中牧股份公司研究成果


数据来源：公司公告，西南证券整理

在研发方式上，公司自主与合作并行。一方面，公司研发体系健全，研发资源丰富，自主创新能力强。主要从提升企业技术创新能力、激发人才创新活力、完善科技创新体制机制三个方面入手，围绕重点产品和关键核心技术进行科研攻关，深化研发项目管理和成果奖励工作，不断完善公司科技成果评价机制，加大关键核心技术成果奖励。另一方面，在将公司建设成世界一流企业的目标指引下，通过创新合作研发机制，积极拓宽研发合作渠道，利用外部研发平台弥补公司关键核心技术短板：院校方面与十余所高校达成合作，充分发挥高校科研和创新技术；科研机构方面借助中国农科院大批科研人才和大量科技成果，通过校企合作，提高研发能力和研发实力，努力将科研能力转化为经济发展实力；同时，公司设立“中牧股份开放科研课题基金”，将公司研发需求与社会研发资源有效结合，打造公司专属产学研平台，目前已收到 100 多项研发申请，成为公司重要的合作研发渠道之一。

图 24：中牧实业公司研发平台架构


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3.2 回盛生物

回盛生物为化药制剂龙头企业，品类包含有泰乐菌素、泰万菌素、替米考星、氟苯尼考、盐酸多西环素等，产品优质市场占有率高，且未来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，今年预计 1000 吨泰乐菌素产线投入使用，未来将有项目 2 期 1000 吨泰乐产能以及 600 吨泰万产能逐步建设完成，把握一体化有助于公司提升盈利能力与抗风险能力。预计 2022-2023 年 EPS 分别为 1.21 元、1.69 元，对应动态 PE 分别为 19/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：养殖业突发疫情，产品销售不及预期等。

公司是产品组合覆盖较广的专业兽用制剂生产企业，自设立以来深耕兽药领域，形成了以猪用药品为核心，同时涵盖家禽、水产、宠物、反刍等多方面药品领域的综合型动保企业，并在行业内建立了“猪生病、找回盛”的高认可度。针对养殖行业难以防止的“蓝耳病”，公司提出了“稳蓝增免”方案，即公司产品治嗽静+卫免+绿益态程序化使用后能稳定猪场蓝耳病、修复猪只免疫功能、提高猪群稳定度，同时，试验证明治嗽静和卫免联用优于单用效果。公司研发的新兽药泰地罗新注射液主要通过细菌核糖体 50S 亚基结合、阻止多肽链延长、抑制细菌蛋白质的合成，可有效抑制猪胸膜肺炎放线杆菌、多杀性巴氏杆菌、副猪嗜血杆菌，对猪的呼吸道疾病具有十分明显的治疗效果，且药效强于泰乐菌素、替米考星，氟苯尼考等，而且具备动物专用、用量少、一次给药全程治疗、超长的消除半衰期、生物利用度高、低毒、低残留等众多优点。

表 8：回盛生物部分兽药产品

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。	

类别	名称	通用名	产品简介	产品图片
	富乐克	延胡索酸泰妙菌素预混剂	用于治疗猪支原体肺炎（喘气病）、猪传染性胸膜性肺炎，也可用于治疗猪痢疾和回肠炎。	
中药制剂	-	板青颗粒	适用于流感等疾病的控制。	
	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。	
	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

2021 年度公司研发费用 4,688.76 万元，较去年同期增长 65.20%。研发平台方面，公司不断丰富研发平台的建设，作为“湖北省兽药工程技术研究中心”依托单位，先后成立并建设了“院士专家工作站”、“博士后工作站”、“湖北省企业技术中心”、“武汉市兽药企业技术研发中心”等研发平台，拥有 GCP 中心、CNAS 检测中心及回盛研究院，与行业内知名院校如中国农业大学、华南农业大学等建立了长期稳定的合作关系。研发技术方面，公司掌握了核心原料药发酵技术、化药制剂产品分子包合及分子凝胶技术、中药提取和制剂干燥技术等多项先进的兽用药品生产工艺技术，应用于酒石酸泰万菌素原料药、氟苯尼考制剂等核心产品。研发成果方面，公司目前累计申请专利 74 项，已获授权发明专利 42 项；累计获得国家新兽药证书 11 项，其中二类新兽药证书 6 项，三类新兽药证书 4 项；研发中心目前在研项目 45 项，其中：承担国家级科研项目 4 项，在研一类新兽药项目 2 项、二类新兽药项目 10 项，研发成果显著。

表 9：回盛生物部分研发成果

时间	研发成果
2014 年	公司研发中心研发的“夏威夷链霉菌及其用途”项目成果获湖北省技术发明二等奖
2015 年	公司研发中心研发的“马波沙星”和“马波沙星片”获国家二类新兽药证书
2017 年	获得第十九届中国发明专利优秀奖
2018 年	获得两项国家三类新兽药证书“枣胡散”和“茯苓多糖散”
2019 年	成立湖北省动物保健品生物工程技术研究中心
2020 年	获得国家二类新兽药证书“加米霉素注射液”，获国家三类新兽药证书“土苓茅根颗粒”，同年被湖北省科技厅认定为湖北省 A 类双创战略团队
2021 年	获国家二类新兽药证书两项，分别是“泰地罗新”、“泰地罗新注射液”，获国家三类新兽药证书“功苋止痢散”

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3.3 科前生物

公司多项畜用非强制免疫疫病疫苗产品市占率领先，猪伪狂疫苗在毒株提取技术方面优势明显，采用我国本土分离的猪源性地方流行毒株，因而产品适应性与免疫原性更强，更适用于我国本土生猪养殖，猪细小、肠胃炎腹泻二联、支原体肺炎疫苗等产品均市占率靠前，预计 2022-2023 年 EPS 分别为 1.37 元、1.74 元，对应动态 PE 分别为 19/15 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游养殖端突发疫情、产品研发不及预期等。

公司非强免疫疫苗产品矩阵丰富，且市占率靠前。2018 年-2020 年，公司在国内非国家强免兽用生物制品市场销售收入排名第二，在国内非国家强免猪用生物制品市场销售排名第一。其中，猪伪狂犬疫苗方面，公司是国内兽用生物制品行业内少有的能同时提供猪伪狂犬病活疫苗和灭活疫苗的企业，两者配合使用可用于规模化猪场伪狂犬病的净化，该产品市场份额自 2016 年起连续五年位列第一。此外，猪细小病毒病疫苗、猪胃肠炎、腹泻二联疫苗及猪支原体肺炎疫苗自 2019 年起连续两年保持第一。2020 年 10 月，公司猪瘟 E2 亚单位疫苗上市，作为公司创新型优质产品的代表，在养殖行业生物安全防控水平提升的背景下，有望迎来加速推广期。

表 10：科前生物主要产品市场占有率及排名

产品名称	2020 年		2019 年		2018 年	
	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名
猪伪狂犬病疫苗	30.32%	1	29.2%	1	34.5%	1
猪细小病毒病疫苗	30%	1	25%	1	23.1%	2
猪胃肠炎、腹泻二联疫苗	32.61%	1	32.3%	1	18.9%	2
猪支原体肺炎疫苗	21.42%	1	28.4%	1	20.8%	2
猪乙型脑炎疫苗	31.75	2	31.3%	2	16.7%	3
猪圆环疫苗	8.62%	4	9.3%	4	6.3%	6

数据来源：公司公告，西南证券整理

研发技术方面，公司经过近 20 年的研发创新，建立了包括病原学与流行病学研究技术平台、基因编辑技术平台、高效表达技术平台、病毒悬浮培养技术平台、高效纯化技术平台、多联多价疫苗研究技术平台等多项核心技术平台。研发平台方面，公司拥有国家企业技术中心、农业农村部企业重点实验室、博士后科研工作站等多个省部级以上创新平台，拥有一支以院士为核心的额高素质创新团队。研发成果方面，公司近三年累计投入研发费用超过 1.8 亿元，截至 2021 年末，累计申请国家发明专利 112 件，获得授权国家发明专利 46 件，获得 38 项国家新兽药证书，多项成果为国内首创，填补了国内空白。共获得 2 项国家科学技术进步奖二等奖、6 项湖北省科技进步奖一等奖、5 项国家重点新产品证书。发展战略方面，公司将进一步优化原有猪用、禽用疫苗、诊断试剂和微生态产品制剂产品质量与产品布局，同时加快加大宠物、反刍类产品的研发力度，多元化发展，致力于成为行业高科技技术、高品质产品、高附加值服务的“三高”提供商。

表 11：科前生物技术平台及其职能

名称	主要职能及研究意义
病原学与流行病学研究技术平台	通过流行病学调查与临床诊断，进行病原微生物的分离与鉴定、分子检测、病理学诊断和免疫学诊断；分离并鉴定出优势菌毒株，完成优势毒株的致病性研究，筛选出优良的制苗用菌毒种，优良毒株是疫苗研发的前提，在此基础上，公司能研制出免疫原性更强，更适用于我国本土养殖业使用的疫苗。

名称	主要职能及研究意义
基因编辑技术平台	公司建立 CRISPR/Cas9 基因编辑技术平台，并应用技术取得研究成果，如成功缺失了 PRV 变异毒株的毒力基因，构建了 PRVSDN8TK-/gE-/gI- 基因缺失基因工程疫苗，目前正在申请转基因安全评价-环境释放试验。
高效表达技术平台	重组蛋白高效表达技术平台，包含有大肠杆菌、杆状病毒和 CHO 重组细胞系三大表达系统：通过大肠杆菌表达系统研发的猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗，目的蛋白可溶性表达，内毒素含量低，获批国家一类新兽药；通过杆状病毒表达系统高效表达猪瘟病毒 E2 蛋白，研发出猪瘟 E2 亚单位灭活疫苗，获批国家三类新兽药“猪瘟病毒 E2 重组杆状病毒载体灭活疫苗 (WH-09 株)”；利用 CHO 高效表达系统在实验室取得了阶段性成果：构建了表达猪伪狂犬病毒 gB 和 gD 基因的重组细胞系，为研制 PRV 基因工程亚单位疫苗奠定了良好基础。
病毒悬浮培养技术平台	传统的细胞转瓶培养，存在需要转瓶数量多，占用车间面积大、手工操作、生产效率低下等缺点，通过多年的工艺创新，公司建立了多种动物细胞悬浮无血清或低血清培养平台，易于生产放大，工艺操作标准化和流程化、病毒培养滴度高，减少批间差异、提供了抗原的稳定性和质量。
高效纯化技术平台	生物大分子纯化技术主要是利用亲和层析、离子交换层析和分子筛层析等多种纯化技术与设施，提高抗原的纯度，减少杂蛋白含量，减少应激反应，提高产品质量。已研究出多种动物病毒和病毒样颗粒的纯化工艺。建立了一整套利用不同类型层析柱纯化各种抗原的工艺路线。
多联多价疫苗研究技术平台	公司建立多种抗原的配比比例与抗原相容性等核心技术，制备多联多价疫苗，达到一针防两病或多病的目的，减少免疫次数，降低疫苗的副反应，节约免疫成本，提高生产效率，已取得部分研究成果包括猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒、猪支原体肺炎二联灭活疫苗 (KQ 株+XJ03 株) 正在进行新兽药注册工作，鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型)、传染性法氏囊病、禽腺病毒病 (I 群, 4 型) 四联灭活疫苗已获得新兽药临床试验批件，正在进行临床试验。

数据来源：公司公告，西南证券整理

2021 年公司共投入研发经费 8000.28 万元，为研发创新活动提供了有力的保障，主要体现在以下三个方面：第一，公司新品研发进度加快，科研成果丰富：2021 年共获得猪伪狂犬病 gE 基因缺失灭活疫苗 (HNX-12 株)、猪乙型脑炎活疫苗 (传代细胞源, SA14-14-2 株) 等 5 项新兽药注册证书；获得非洲猪瘟病毒荧光 PCR 检测试剂盒产品注册公告；获得猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪 δ 冠状病毒三联灭活疫苗 (WH-1 株+AJ1102 株+CHN-HN-2014 株)，猪圆环病毒 2d 型杆状病毒灭活疫苗 (CH17 株) 和猪伪狂犬病活疫苗 (HB-98 株，悬浮培养) 等 3 项临床试验批件；申请发明专利 19 件，授权发明专利 7 件。第二，持续构建新型生物制品研发与创制平台，为后续新型亚单位疫苗、新型基因载体疫苗的研发提供了技术支撑。第三，完善与应用多个行业关键共性技术，推动工业技术研发升级，大幅提升了疫苗的安全性、有效性、批间稳定性及生产效率。

表 12：2021 年科前生物新产品研发情况

类别	产品名称	研发阶段
猪用疫苗	猪传染性胸膜肺炎基因缺失活疫苗 (APP-HB-04M 株)	完成复核检验，即将获得新兽药注册证书
	猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌病二联亚单位灭活疫苗	完成复核检验，即将获得新兽药注册证书
	猪丹毒亚单位灭活疫苗	已完成临床试验，准备申报注册
禽用疫苗	鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型)、传染性法氏囊病、禽腺病毒病 (I 群, 4 型) 四联灭活疫苗 (LaSota 株+HB01 株+rVP2+rFiber2)，I 群禽腺病毒灭活疫苗 (4 型, HB-2 株)	已完成临床试验并提交注册材料
	鸡滑液囊支原体病活疫苗、亚单位疫苗	实验室研究已经完成，目前准备申请临床试验
宠物疫苗	猫鼻气管炎、猫鼻结膜炎、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗	正在进行实验室研究
	宠物 GCP 临床模拟试验	完成临床模拟试验
反刍动物疫苗	牛支原体活疫苗 (HB150 株)	注册材料初审阶段
	牛鼻气管炎病毒疫苗	研究取得一定进展
诊断试剂	猪流行性腹泻 ELISA 抗体检测试剂盒	已通过产品复核，即将获得新兽药注册证书

类别	产品名称	研发阶段
	猪伪狂犬病毒 gB 阻断 ELISA 抗体检测试剂盒	已通过产品复核, 即将获得新兽药注册证书
	猪伪狂犬病毒 gE 阻断 ELISA 抗体检测试剂盒	已完成新兽药注册证书的初审并准备复核
	非洲猪瘟病毒间接 ELISA 抗体检测试剂盒	已提交新兽药注册申请并受理

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 投资策略

养殖端当前生猪价格经历迅速上涨达到 23 元/公斤, 未来整体市场预期回暖, 养殖企业盈利能力持续修复, 鉴于产能去化以及生产效率提供的情况, 结合当前价格市场存在压栏行为的可能, 我们认为未来猪价可能会有所回落, 推荐现金流状况优秀的标的; 生猪价格整体进入上行通道, 对于黄羽鸡价格产生支撑作用, 当前在产父母代处于历史低位, 未来疫情得到控制需求端恢复, 行业供需缺口进一步得到体现, 黄鸡市场景气度有望提升, 重点推荐立华股份 (300761); 动保市场需求随下游养殖盈利能力修复而逐渐向好, 规模场占比提升, 重视程度加强, 非瘟疫苗有望带来增量, 兽用化药市场因新版 GMP 实施促进落后产能淘汰, 行业集中度提升。我们认为动保行业未来走势将强于大市, 在此基础上重点推荐中牧股份 (600195), 推荐关注回盛生物 (300871)、科前生物 (688526)。

表 13: 重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	投资评级	EPS (元)			PE (倍)		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
300761	立华股份	41.92	买入	-0.98	1.88	2.57	-	22	16
600195	中牧股份	12.49	买入	0.51	0.64	0.84	25	19	15
300871	回盛生物	23.02	买入	0.80	1.21	1.69	29	19	14
688526	科前生物	25.78	买入	1.23	1.37	1.74	21	19	15

数据来源: wind, 西南证券

5 风险提示

养殖端突发疫病, 研发进度不及预期, 产品销售情况不及预期等。

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@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
王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@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