

养殖后周期全覆盖，迈出市场化改革新步伐

- **主业清晰，疫苗、化药、饲料全方位发展。**公司作为农业产业化国家重点龙头企业，是我国兽药行业和饲料行业的重要组成企业。经过 80 余年的沉淀积累，公司已在国内设立了 20 个生产基地，涵盖 800 多个产品，拥有 159 项发明专利，全面覆盖养殖业后周期三大业务板块，其中疫苗和抗生素已处于国内国际领先地位。从收入构成来看，2021 年公司生物制品、化药、饲料、贸易业务分别实现营业收入 14.3、12.6、11.0、14.5 亿元，收入占比分别为 27.3%、24.0%、21.0%、27.7%，从毛利贡献来看，各业务毛利占比分别为 53.9%、25.3%、13.5%、3.8%，动保业务一直为公司利润贡献的主力军，其中，生物制品近年来毛利占比逐渐下降，化药业务占比显著上升，公司业务分布逐步合理化，抗风险能力增强。
- **药苗结合双向推动，产品矩阵逐步丰富。**公司动保业务涵盖了兽用生物制品和化学药品两大板块，2015-2021 年动保业务整体营收从 18.0 亿元增长至 26.9 亿元，CAGR 为 6.9%，其中生物制品和化学药品的 CAGR 分别为 2.3%、14.6%。**兽用生物制品业务**主要产品为高致病性禽流感疫苗、口蹄疫类疫苗、猪圆环病毒灭活疫苗、猪伪狂犬病活疫苗等多类兽用疫苗，其中口蹄疫疫苗与禽流感疫苗生产销售规模位居行业前列，且已在政采领域确立了领先地位。**兽用化学药品业务**共有 5 个兽用化学药品生产基地，产品主要包括泰妙菌素、恩拉霉素、泰万菌素等畜禽专用类抗生素，2022 年公司与牧原股份共同出资 1.2 亿元成立中牧牧原动物药业有限公司，将助推化药业务的快速发展。公司创新实力较强，2021 年共获得 6 个新兽药注册证书和 45 个新兽药批准文号，其中猪圆环病毒 2 型合成肽疫苗（多肽 0803+0806）与沙咪珠利溶液均获批一类新兽药文号，不断丰富的产品结构，对维护公司的市场竞争地位具有重要意义。
- **饲料业务经营稳健，规模扩张抢占市场份额。**2015~2021 年，公司饲料业务收入从 6.56 亿元增长至 11.02 亿元，CAGR 为 9.03%，饲料销量也从 8.14 万吨增长至 15.51 万吨，CAGR 为 11.34% 亿元，多年来维持稳定增长。公司饲料业务以复合维生素和复合预混料为主，用以满足兽类不同生长阶段对各种维生素、微量元素、氨基酸和矿物质的营养需要，其“华罗”品牌是中国驰名商标，产品涵盖猪、肉鸡、蛋鸡、水产、反刍动物等多个系列共 100 多个品种，凭借着良好的产品质量，在行业内享有一定的知名度，复合维生素产品曾连续三年市占率位居国内第二位。
- **投资建议：**预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 5.37、6.55、7.78 亿元，对应 EPS 分别为 0.53、0.64、0.76 亿元，考虑到公司作为养殖业上游的龙头企业，市场化改革提高成长性，有望充分受益于猪价上涨带动后周期产品全面放量，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**新项目落地不及预期；猪价上涨不及预期；突发重大动物疫病。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,302	5,487	6,095	6,477
增长率 (%)	6.1	3.5	11.1	6.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	514	537	655	778
增长率 (%)	22.2	4.5	21.9	18.8
每股收益 (元)	0.50	0.53	0.64	0.76
PE	23	22	18	15
PB	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 7 月 25 日收盘价)

推荐
首次评级
当前价格：
11.67 元

分析师 周泰

 执业证书：S0100521110009
 邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理 徐菁

 执业证书：S0100121110034
 邮箱：xujing@mszq.com

目录

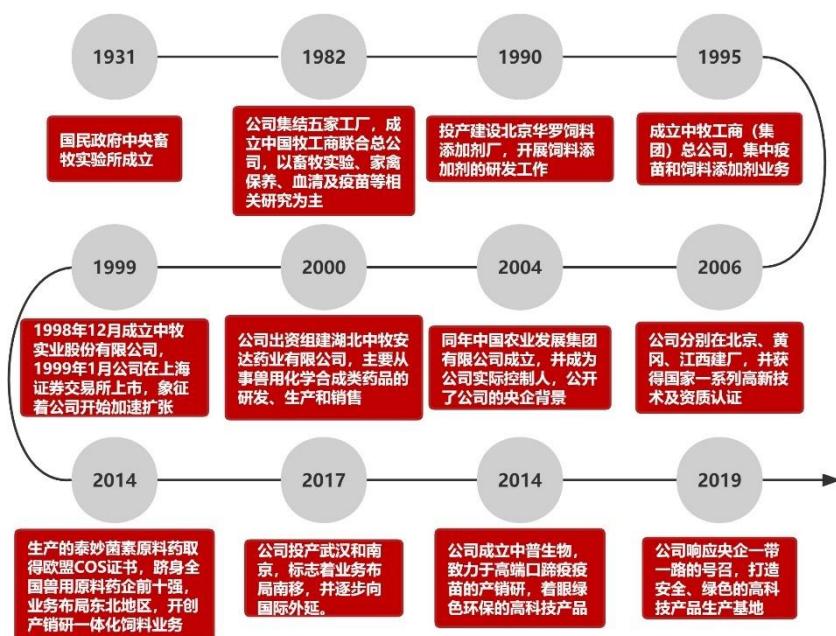
1 国资背景，第一批“双百行动”企业.....	3
1.1 主业清晰，疫苗、化药、饲料全方位发展.....	3
1.2 业务转向高毛利板块，营收进入稳增长模式.....	5
2 动保行业领军企业，产业转型推动长期发展	8
2.1 药苗结合双向推动，产品矩阵逐步丰富	8
2.2 政策优化供需两端，助力行业转型升级	13
2.3 养殖景气持续上行，动保需求逐步打开	15
3 饲料业务经营稳健，规模扩张抢占市场份额	16
3.1 深挖市场研发新品，品牌效应助力价值延续.....	16
3.2 行业产量快速增长，由多向精提升规模化.....	18
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测假设与业务拆分	19
4.2 估值分析	20
4.3 投资建议	21
5 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

1 国资背景，第一批“双百行动”企业

1.1 主业清晰，疫苗、化药、饲料全方位发展

80 余年研发历史，全面覆盖养殖“后周期”。中牧股份最早起源于五家生物药厂企业，得名中国牧工商联合总公司，主要以研究兽用生物制品为主；1990 年投产建成北京华罗饲料添加剂厂，主营饲料添加剂生产销售；1998 年中牧实业股份有限公司成立，集中开展疫苗和饲料添加剂业务，并于 1999 年在上海证券交易所挂牌上市；2000 年，公司整合资源优势，组建湖北中牧安达，正式踏入兽用化学药品领域，标志着公司已全面覆盖养殖业后周期三大业务板块。经过 80 余年的沉淀积累，公司已在内设立 20 个生产基地，涵盖 800 多个产品，拥有 159 项发明专利，其中疫苗和抗生素领域已处于国内国际领先地位，是我国兽药行业和饲料行业的重要组成企业，农业产业化国家重点龙头企业。

图1：公司发展历程

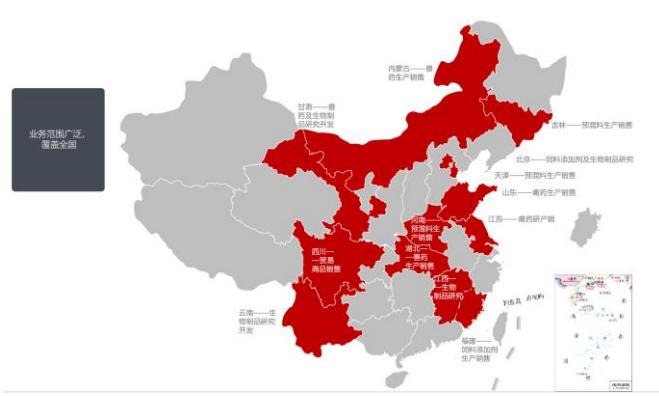


资料来源：公司公告，民生证券研究院

全国大范围布局，积极发展海外业务。兽用生物制品方面，公司现有五大生物药厂，分别位于南京、兰州、成都、郑州和云南；兽用化学药品是公司目前布局范围最广的业务，覆盖山东、湖北、江苏、内蒙古、天津、江西、甘肃等地；饲料生产业务呈南北贯穿分布，位于吉林、河南、湖北、江苏等地。目前，随着公司饲料业务产销研一体化的成功开发，已成功向国际行业蔓延，并为全球近 60 个国家和地区提供产品、技术的支持与服务。

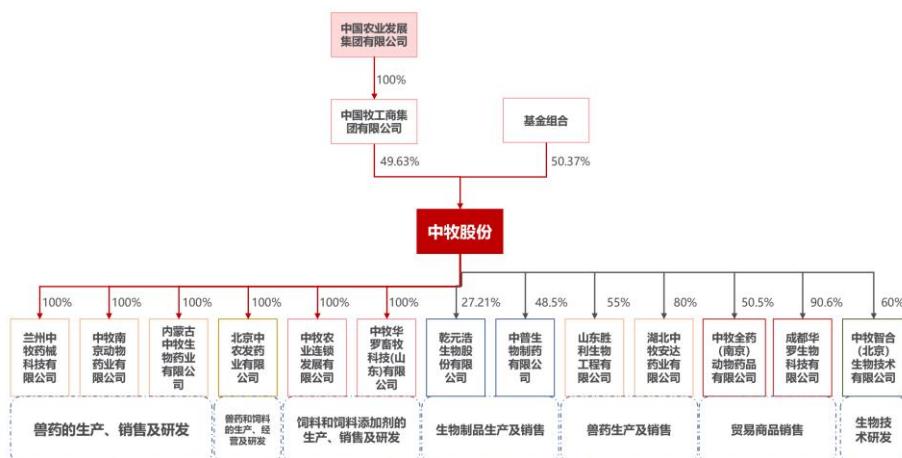
图2：公司在产业链中业务布局


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：公司产业区域布局


资料来源：公司公告，民生证券研究院

央企背景“国家队”，股权结构较为集中。中国牧工商集团为公司大股东，持有 49.6% 的股权，公司实际控制人国资委通过其间接持有 44.7% 的股权。公司下设众多子公司，其中饲料业务由中牧农业、中牧华罗及北京华罗负责，北京华罗以生产维生素预混合饲料为主，通过了 ISO 质量管理体系、食品安全管理体系 (HACCP) 等多项认证；兽用化药业务由中牧南京及内蒙古中牧等企业负责，两家公司都按照兽药 GMP 标准严格设立质量管理体系；生物制品业务的重点产品口蹄疫疫苗与禽流感疫苗分别由兰州生物药厂和乾元浩生产销售，其中乾元浩正在筹备分拆上市计划。

图4：公司股权结构图（截至 2022 年 Q1）


资料来源：wind，民生证券研究院

深化国企改革，股权激励激发员工活力。2017 年 10 月 13 日计划实施的股权激励计划，对业绩考核指标和完成后的激励方案做了明确的划分。要求以 2016 年为业绩基数，2018 年净利润复合增长率不低于 6%，净资产收益率不低于 8%，且上述指标都不得低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值。这一计划广泛吸引了市场人才，大大提升员工积极性和企业绩效，2018 年公司便入围了国企改革第一批“双百行动”企业，继续深入推进综合性改革，依次对子公司乾元浩和山东胜利生物进行混合所有制改革。

1.2 业务转向高毛利板块，营收进入稳增长模式

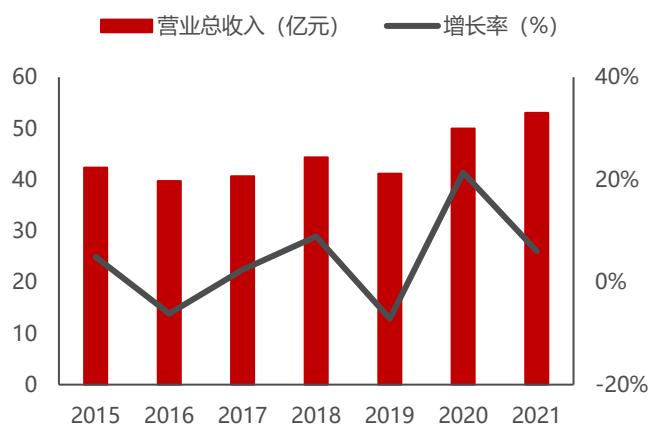
公司多年来营业收入以稳为主，呈现波动上升趋势。2015年~2021年公司营业收入从42.34亿元增长至53.02亿元，CAGR为3.82%；归母净利润从2.76亿元上升至5.14亿元，CAGR为10.92%。

1) 内因：公司主动调低贸易业务营业收入，旨在降低经营风险。2016年公司营业收入出现第一次下跌，主要系公司在当年为控制违约率主动下调贸易业务，营收同比下降37.36%，但由于贸易业务毛利很低，并未对净利润造成太大影响。

2) 外因：非洲猪瘟影响各业务条线，打破公司稳增长趋势。2019年公司营收和归母净利出现断崖式下跌，主要系2018年非洲猪瘟爆发导致下游生猪骤减，传导至2019年市场对公司各项业务需求大幅下降。其中饲料业务受损最严重，营收同比下降15.51%，兽药及生物制品次之，营收分别同比下降10.25%和9.35%；由于外部需求缺口巨大，公司贸易业务营收逆势增长5.97%，但业务毛利率太低，整体利润仍呈下降趋势。

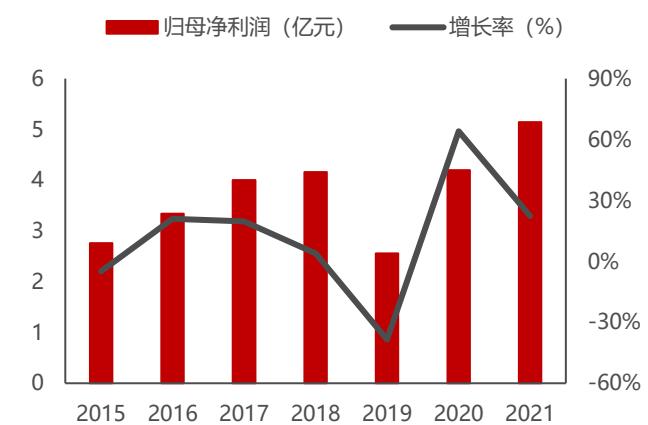
收入占比趋向均衡，主要利润来源为生物制品。从收入构成来看，2021年公司生物制品、化药、饲料、贸易业务分别实现营业收入14.3/12.6/11.0/14.5亿元，收入占比分别为27.0%/23.7%/20.8%/27.4%，同比分别-1.7PCT/+3.4PCT/-1.6PCT/-0.9PCT。从毛利贡献来看，2021年生物制品、化药、饲料、贸易业务毛利分别为8.3/3.9/2.1/0.6亿元，占比分别为53.9%/25.3%/13.5%/3.8%，动保业务一直为公司利润贡献的主力军，其中，生物制品近年来毛利占比逐渐下降，化药业务占比显著上升，公司业务分布逐步合理化，抗风险能力增强。

图5：2015-2021年公司收入（亿元）及增速

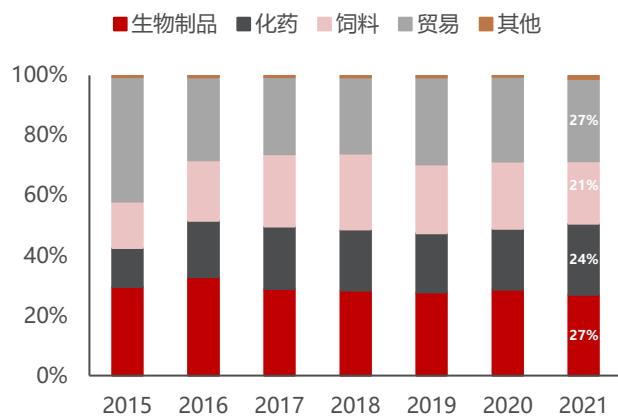


资料来源：公司公告，民生证券研究院

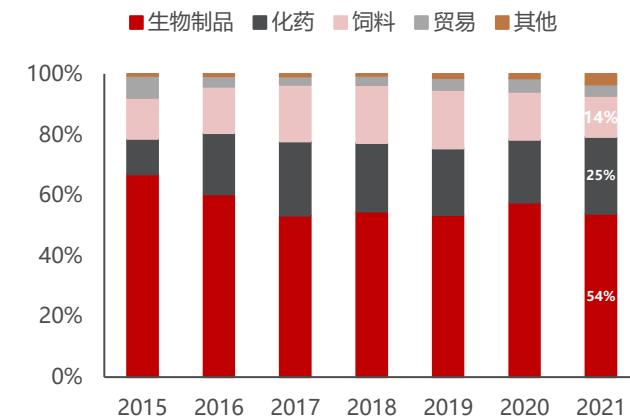
图6：2015-2021年公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2015~2021年公司各项业务营收占比


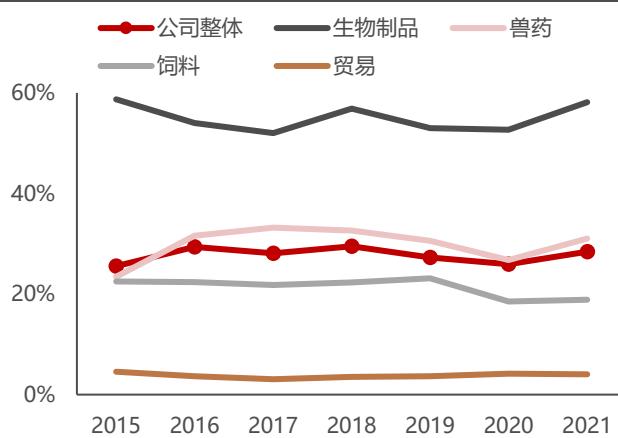
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2015~2021年公司各项业务毛利占比


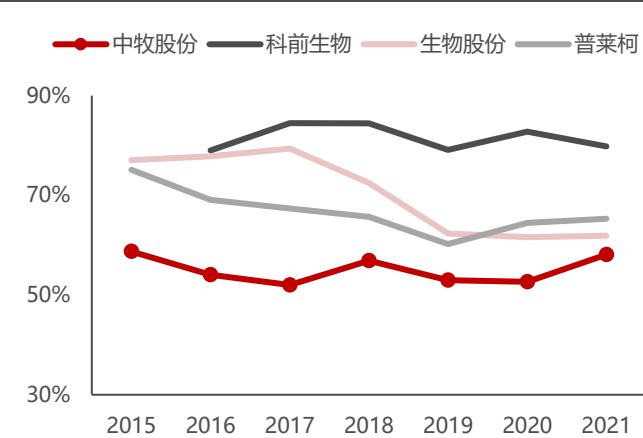
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司整体毛利率稳中有进，略低于同行可比公司。2021年公司四项主营业务毛利率由高到低分别是生物制品（58.1%）、化药（31.0%）、饲料（18.9%）、贸易（4.0%），整体实现毛利率28.39%，同比+2.43%。对比行业来看，公司毛利率整体处于较低的水平，主要系公司当前政采苗业务占比较高，其产品单价显著低于市场化疫苗。但是近年来，公司不断推动向高毛利率市场化疫苗的转型发展，伴随着新品开发、渠道拓展等举措的实施，2021在市场行情整体下滑的情况下，公司盈利能力实现逆势增长。

费用管控能力较强，期间费用率逐年降低。自2016年业务转型以来，公司期间费用率逐年下降，2021年因市场化发展需要，进一步扩充渠道经销商数量，销售费用投入有所增加。对比行业来看，由于政采苗主要以向政府采购项目投标销售为主，渠道开拓的支出费用要显著低于以市场化销售为主的企业，故公司销售费用率处于可比公司中的最低水平。

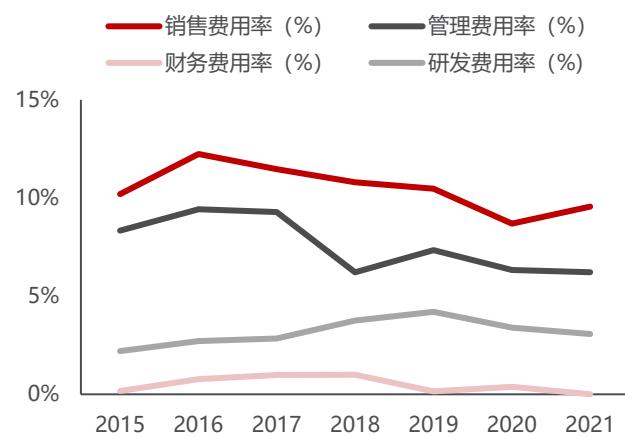
图9：2015~2021年公司各业务毛利率水平


资料来源：wind，民生证券研究院

图10：公司生物制品毛利率与可比公司对比


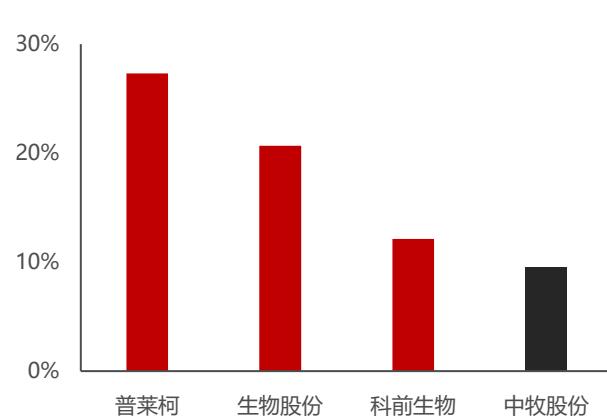
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2015~2021年公司期间费用率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2021年公司与可比公司销售费用率对比



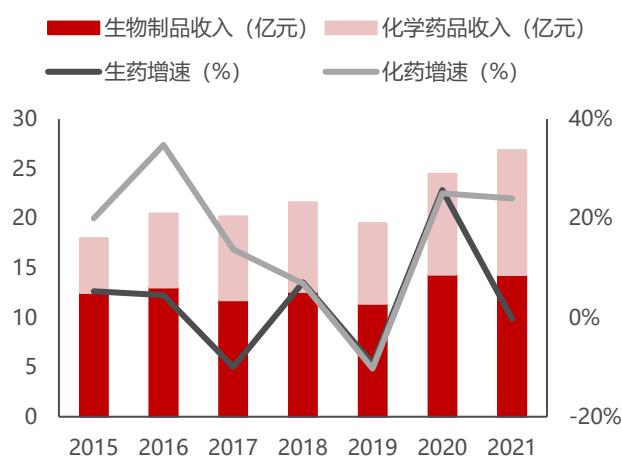
资料来源：wind，民生证券研究院

2 动保行业领军企业，产业转型推动长期发展

2.1 药苗结合双向推动，产品矩阵逐步丰富

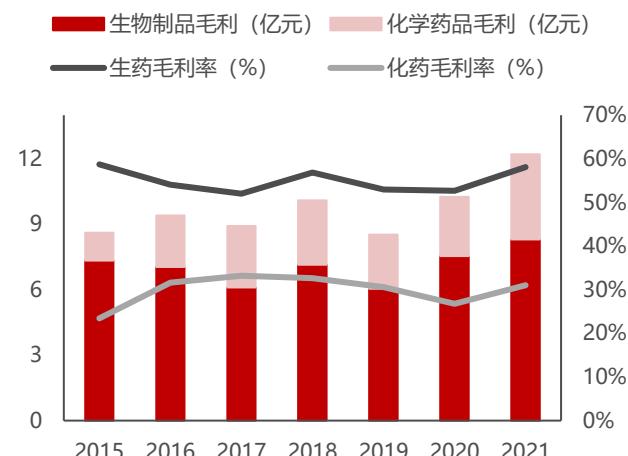
市场化发展提升单价，盈利能力有所提升。公司动保业务涵盖了兽用生物制品和化学药品两大板块，2015-2021年动保业务整体营收从18.0亿元增长至26.9亿元，CAGR为6.9%，其中生物制品和化学药品的CAGR分别为2.3%、14.6%。2021年受养殖端行情低迷影响，生物制品业务短期增速承压明显，公司通过抓龙头，用大单品深耕终端，集团养殖客户稳定增加，市场化业务占比提升，毛利率达到58.1%，同比提升5.5PCT。在禁抗政策背景下，公司兽用化药业务产品逐步高端化，带动了单价和毛利的显著提升，2021年，化药业务逆势保持增长，实现收入12.6亿元，同比增长24.0%，毛利率达到31.0%，同比提升4.2pct。

图13：2015~2021年公司动保业务收入及增速



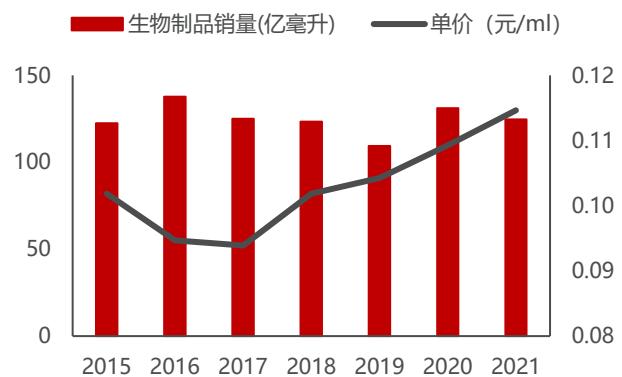
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2015~2021年公司动保业务毛利及毛利率



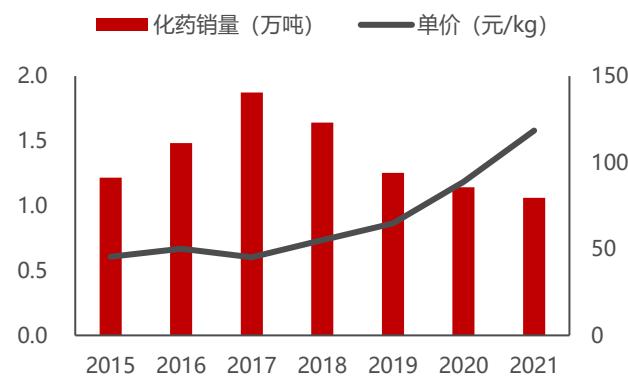
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2015~2021年公司生物制品销量及单价



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：2015~2021年公司化药销量及单价



资料来源：公司公告，民生证券研究院

生物制品产品覆盖全面，两大核心品种行业领先。公司共有7个生物制品生产基地，产品涵盖猪用疫苗、禽用疫苗、反刍用疫苗、宠物用疫苗、诊断试剂五类业务，主要品种为高致病性禽流感疫苗、口蹄疫类疫苗、猪圆环病毒灭活疫苗、猪

伪狂犬病活疫苗等多类兽用疫苗。其中，公司口蹄疫疫苗与禽流感疫苗生产销售规模位居行业前列，且已在政采领域确立了领先地位。**口蹄疫疫苗方面**，公司自 2017 年布局口蹄疫市场苗，政府苗保持龙头地位的同时，逐步放量市场苗，其核心产品欧倍佳，即猪口蹄疫 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），含 3 种疫苗毒株，抗原谱较广，可更有效的与流行毒株匹配。**禽流感疫苗方面**，主要由子公司乾元浩进行生产销售，其是国内禽用疫苗生产的龙头企业，有 3 个具有先进技术的 GMP 生产基地，2021 年启动分拆上市计划，有助于提升公司未来的整体盈利水平。

表1：公司生物制品生产基地

生产基地	产品种类
中牧兰州生物药厂	口蹄疫灭活疫苗、其他反刍类疫苗
中牧保山生物药厂（中普生物）	口蹄疫类疫苗
中牧江西生物药厂	畜苗、犬苗
中牧成都生物药厂	猪用疫苗
乾元浩南京生物药厂	禽苗
乾元浩郑州生物药厂	禽流感苗及常规禽苗
乾元浩北京生物药厂	禽苗

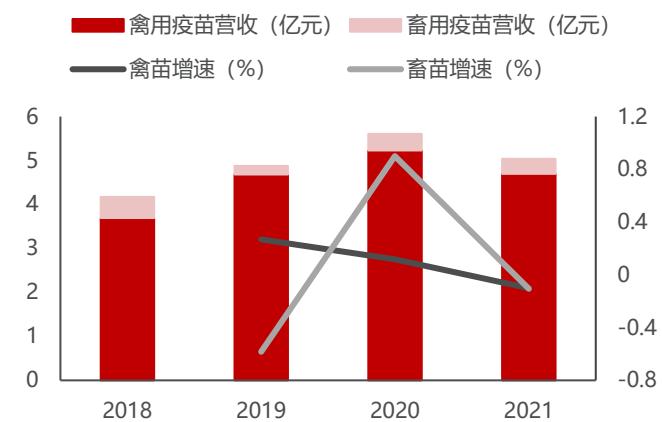
资料来源：公司公告，民生证券研究院

乾元浩独立拆分上市，与母公司分别深耕不同细分领域。乾元浩为公司旗下一家集禽用生物制品产销研于一体的高新技术企业，2020 年公司为乾元浩引进战略投资者，并同步实施员工持股，完成增资后公司在乾元浩的持股比例降为 27.2%，同时拥有表决权的股份比例为 52.7%，其仍为公司控制的子公司。2018~2021 年乾元浩疫苗总体营收从 4.17 亿元增长至 6.04 亿元，CAGR 为 4.9%，其中禽用疫苗和畜用疫苗 CAGR 分别为 6.2% 和 -8.3%。公司禽用疫苗营收整体呈上升趋势，2021 年受禽养殖业产能去化影响需求略有下降；畜用疫苗方面，由于和母公司存在少量业务重叠，乾元浩畜用疫苗产业加速去化，将于 5 年内停止畜用疫苗业务。

禽用疫苗产品种类齐全，核心产品的市场地位突出。公司为行业内禽用疫苗产品种类最为丰富的企业之一，覆盖了禽类生长周期的绝大多数疫病，种类主要有禽流感系列、马立克系列、新支系列、新流系列等。从细分领域看，乾元浩为禽流感灭活疫苗、鸡马立克氏病活疫苗领域龙头企业。**禽流感疫苗方面**，作为农业农村部指定的高致病性禽流感疫苗定点生产单位，其高致病性禽流感疫苗产品拥有丰富的核心技术积累和生产工艺储备，产品效价等主要方面的企业标准均高于国家标准，具有明显竞争优势。**鸡马立克疫苗方面**，作为国内第一家生产液氮马立克疫苗的厂家，乾元浩的产品实现了进口替代，较进口同类产品具有相同品质和明显价格优势，具有较高的用户认可度，其中鸡马立克氏病活疫苗（CVI988/Rispens 株）是国内第一个上市的 I 型马立克液氮苗产品，鸡马立克氏病基因缺失活疫苗（SC9-1 株）是国内第一个马立克基因缺失疫苗。2018~2021 年，乾元浩的高致病性禽

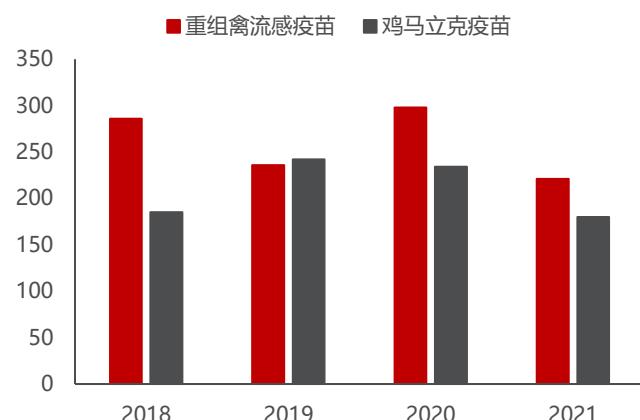
流感疫苗和马立克疫苗的批签发批数稳定在第一梯队。

图17：2018~2021年乾元浩疫苗业务收入及增速



资料来源：乾元浩公告，民生证券研究院

图18：2018~2021年乾元浩核心产品批签发批次(次)



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

表2：乾元浩在高致病性禽流感疫苗领域的核心技术积累

核心技术	体现竞争力的关键指标
抗原灭活技术	1、单次灭活 100 万 ml 抗原、连续 8 天罐内储存，灭活率 100%； 2、传支病毒灭活后 S 蛋白脱落率为 3-5%，低于同行业 10% 水平；
规模化抗原浓缩纯化技术	1、实现 5 倍以上浓缩； 2、杂蛋白去率 80% 以上； 3、抗原回收率 85% 以上
活疫苗耐热保护工艺	1、37℃温度下保存 10 天，抗原效价下降不超过 1 个滴度； 2、2-8℃温度下，产品保存期 24 个月
工程菌类高密度培养技术	1、缩短由基因序列到亚单位抗原的生产时间，最快仅用 7 天，可快速实现规模化生产； 2、亚单位抗原的产量显著提高 50% 以上。

资料来源：乾元浩公告，民生证券研究院

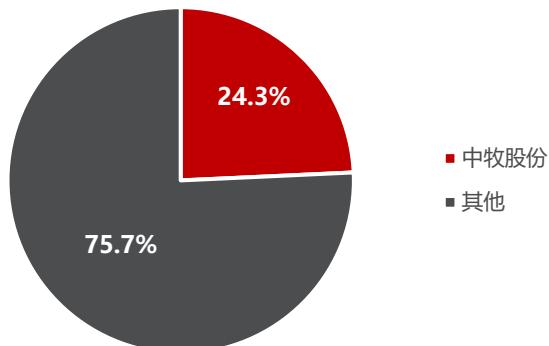
表3：乾元浩核心产品具有较强市场竞争力

产品名称	2021		2020		2019		2018	
	批数占比	市场排名	批数占比	市场排名	批数占比	市场排名	批数占比	市场排名
高致病性禽流感	13.01%	第 2	14.06%	第 2	13.09%	第 3	17.02%	第 2
液氮马立克疫苗	31.04%	第 1	33.66%	第 1	37.73%	第 1	37.22%	第 1

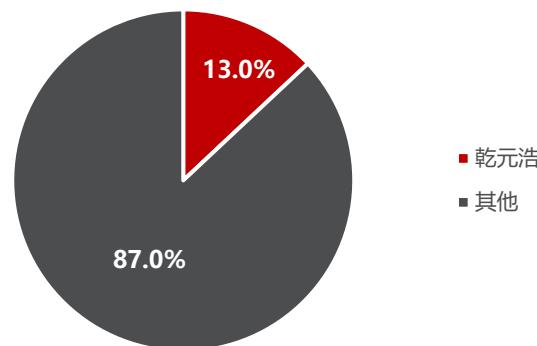
资料来源：乾元浩公告，民生证券研究院

稳定政采苗领先优势，市场苗逐步放量。目前，公司政府采购主要品种有口蹄疫疫苗、高致病性禽流感疫苗，也参加部分省市组织采购的猪瘟、猪蓝耳和狂犬病等疫苗产品的招标，2021 年口蹄疫与禽流感政采苗的销量占公司兽用生物制品总销量的 10.8%，同比下降了 3.5PCT。为了避免白热化的价格战，稳住市场格局，公司在继续保持政采口蹄疫、禽流感疫苗市占率领先的基础上，加快完善产业布局，2021 年以口蹄疫疫苗生产为主的兰州新厂搬迁升级完成，二期项目也如期推进；乾元浩南京生物医药产业园项目顺利奠基，成都厂、江西厂完成重要单品的车间升级改造。此外，公司还对猪圆环疫苗、猪支原体疫苗的工艺进行提升，集团客户稳

定增加，市场苗销售量进一步放量。2015~2021 年间，公司生物制品收入增长了 14.4%，其中政采苗占比从 76.6% 下降至 40%，下降幅度超 30PCT，使得公司盈利能力得到一定拉升。

图19：2021 年公司口蹄疫疫苗批签发占比


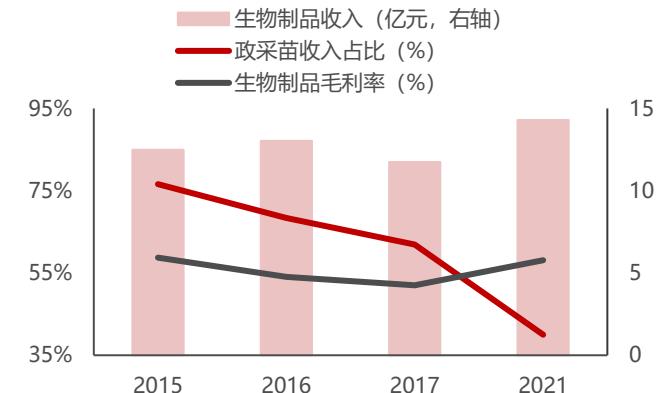
资料来源：国家基础兽药数据库，民生证券研究院

图20：2021 年子公司高致病性禽流感疫苗批签发占比


资料来源：国家基础兽药数据库，民生证券研究院

图21：2015~2021 年公司部分政采苗销量情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22：2015~2021 年公司政采苗收入占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

联合牧原新建药厂，化药板块有望快速上升。公司目前共有 5 个兽用化学药品生产基地，产品主要包括泰妙菌素、恩拉霉素、泰万菌素等畜禽专用类抗生素。2022 年，在新版 GMP 实施的影响下，公司与牧原股份、南京药业（公司全资子公司）共同出资 1.2 亿元成立中牧牧原动物药业有限公司，公司合计持股 52%，为控股股东。此外，公司南京兽用生物医药产业园项目、内蒙中牧大环内酯类创新驱动产业提质升级项目顺利启动，同时胜利生物获得美国 FDA 出口认证，公司泰万菌素的产品质量受到世界认可。公司作为兽用化学药品领域第一梯队的企业，通过与下游养殖龙头企业构筑经营共同体，公司有望扩大自主研发产品生产，促进化药板块的快速发展。

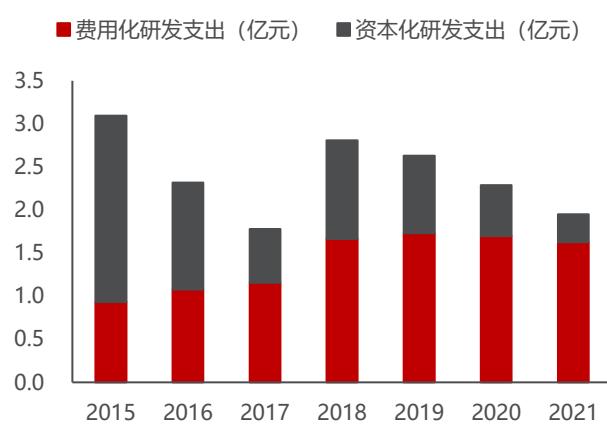
表4：公司化学药品生产基地

生产基地	主要产品种类	特点
胜利生物	黄霉素、泰妙菌素、海南霉素、莫能菌素	名列全国兽用原料药生产企业前十强，泰妙菌素、黄霉素产销量全球领先
中牧安达	合成类兽药原料药及制剂(氟苯尼考、替米考星、乙酰甲喹、地美硝唑、尼卡巴嗪)	集科研、开发、生产和销售于一体，年生产各类兽药原料药及制剂 5000 余吨
中牧黄冈厂	喹烯酮、喹烯酮预混剂、磷酸泰乐菌素预混剂	湖北省规模最大的兽药生产企业
南京药业	有氟欣泰、优复欣、牧乐磺	具有国内先进的、自动化程度高的生产装备以及精密的检测仪器
内蒙中牧	泰万菌素、黄霉素	发酵类兽药原料药生产基地
中牧全药（南京）	乳房炎治疗药品(头孢喹肟乳房注入剂)	与日本全药工业株式会社共同出资成立的合资企业

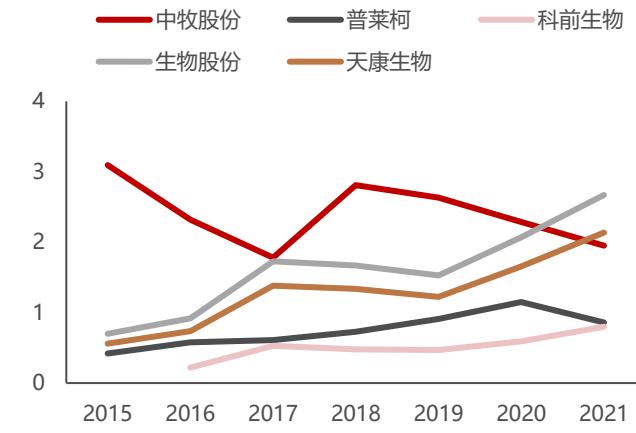
资料来源：公司官网，民生证券研究院

积极推动建立联合科研平台，厚积薄发彰显创新实力。2015~2021 年，公司研发投入由 3.09 亿元下降到 1.95 亿元，CAGR 为 -8.0%，整体处于行业的中上游。近两年研发支出有所下降主要系符合资本化条件的支出随着项目进度逐渐减少，而费用化的研发支出仍然维持稳定，未来在研项目陆续通过审核，将为公司创造更多的业绩增量。在研发方式上，公司积极推行联合研发，设立了“中牧股份开放科研课题基金”，有效联系公司研发需求和社会研发资源，打造属于公司的产学研平台，目前该平台已收到 100 多项研发申请，成为公司合作研发的重要渠道。

不断丰富产品结构，维护市场竞争力。21 年公司共获得 6 个新兽药注册证书和 45 个新兽药批准文号。**生物制品**在研产品中，猪圆环病毒 2 型合成肽疫苗 (多肽 0803+0806) 首次将合成肽技术应用于猪圆环疫苗的开发，为一类新兽药，具有特异性强、安全性高、免疫持续期长及易保存等优势，已于今年 5 月获取生产批号，有望于下半年推出上市。**化药方面**，沙咪珠利溶液也于今年 2 月获得国家一类新兽药文号，具有安全性高、抗球虫效果优异、等突出优点。不断丰富的产品结构，体现公司的创新实力，对维护公司的市场竞争地位具有重要意义。

图23：2015-2021 年公司研发支出情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24：2015-2021 年公司与可比公司研发投入对比


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

表5：公司2021年年报在研项目

研发项目	药(产)品名称	注册分类	研发(注册)所处阶段
牛口蹄疫O型、A型二价合成肽疫苗的研制与应用	牛口蹄疫O型、A型二价合成肽疫苗	三类新药	产品生产审批
猪圆环病毒合成肽疫苗的研制	猪圆环病毒合成肽疫苗	一类新药	产品生产审批
猪乙型脑炎传代细胞活疫苗的研制	猪乙型脑炎传代细胞活疫苗	三类新药	产品生产审批
猪塞尼卡谷病毒(SVV)灭活疫苗研制	猪塞尼卡谷病毒(SVV)灭活疫苗	三类新药	临床试验研究中
塞尼卡谷病毒结构蛋白ELISA抗体检测试剂盒的研制	塞尼卡谷病毒结构蛋白ELISA抗体检测试剂盒	一类新药	新兽药注册
鸡新城疫(ZM10株)-传染性支气管炎(H120株)二联活疫苗研究	鸡新城疫(ZM10株)-传染性支气管炎(H120株)二联活疫苗	三类新药	新兽药注册
一类抗球虫新药沙咪珠利原料药及沙咪珠利口服溶液剂产品开发与应用	沙咪珠利、沙咪珠利溶液	一类新药	产品生产审批
二氧化氯消毒剂引进开发	二氧化氯消毒剂	二类新药	新兽药注册

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 政策优化供需两端，助力行业转型升级

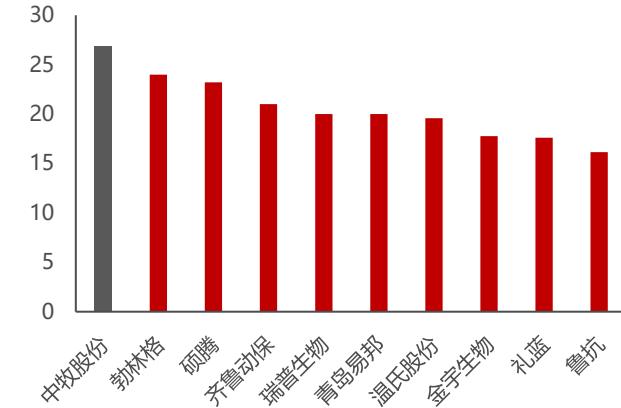
供给端：国家强制实施GMP标准，提高兽药行业准入门槛，抑制低水平产能重复建设。2020年国家开始实施新版GMP标准，并要求全部兽药企业于2022年6月1日前达到新版兽药GMP要求，直接导致我国兽药生产企业数量逐年递减，落后产能淘汰加速。根据国家兽药基础数据库，截至7月中旬，获得新版兽药GMP证书的生产企业有877家，与2020年底1665家生产企业相比，淘汰了约47%，算上延迟验收企业，我们预期总体淘汰半数以上企业，产业集中度迅速提高。除兽药GMP外，兽药GSP、《兽药管理条例》等制度也日趋完善，预示着兽药行业在朝规模化集约化发展。

2025年底前逐步全面停止政采苗，激发市场活力扩大盈利空间。农业农村部印发的《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022—2025年）》要求，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，推动优质疫苗产品渗透率的提升。当前政采苗招标价格普遍低于2元/头份，而市场苗价格区间约为5~8元/头份，随着2025年全面取消政采苗，龙头企业保持原有份额的基础上，利润空间有望进一步放大，能有充裕的资金提升产销能力抢占市场，行业集聚效益显著。

未来市场苗替代政采苗的趋势中，具备自身研发能力且工艺领先的龙头企业将更具有产品竞争力。一款新的兽用疫苗从研发到上市至少需求6年时间，且随着养殖规模化的深入发展，兽用疫苗需求正在逐步向质优价高方向转变，头部兽用生物制品企业在研发、产品和渠道等方面的优势会进一步显现。

图25：国内兽药企业数量（个）


资料来源：中国兽药协会，国家兽药基础数据库，民生证券研究院

图26：2021年国内前十大兽药企业收入排名（亿元）


资料来源：农财智库，民生证券研究院

需求端：饲料“全面禁抗”背景下，高品质兽用化药占比持续上升。随着2017年一系列兽用抗菌药减量政策的实施，效果立竿见影。2018年兽用抗菌药使用量为2.98万吨，同比下降25.47%，而2018~2020年兽用抗菌药使用量缓慢上行，从2.98万吨上升到3.28万吨，CAGR为3.25%。主要原因是第一阶段养殖企业大幅缩减饲料中抗菌药的使用量，逐步增加高效兽用抗菌药的需求。

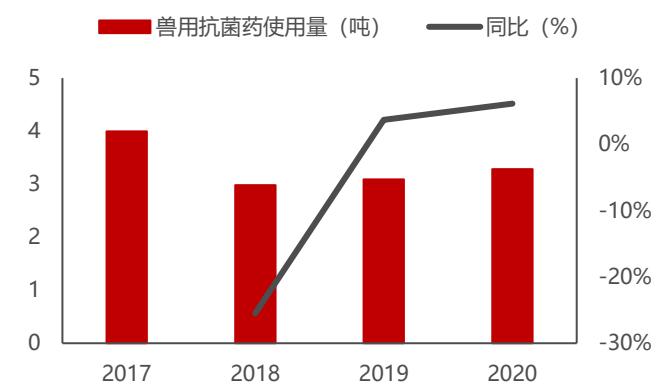
中国兽用抗菌药使用途径包括混饲途径、饮水途径、注射途径和其它途径等4类，大部分方式是通过添加于饲料中，长期低剂量喂给畜禽，预防畜禽生病，长此以往，随着用药剂量的堆积，细菌耐药性会越来越强，甚至导致变异。而且更重要的是在生物圈中，人、动物和环境三者的微生物循环是一体的，形成的链式反应会造成几何倍的影响。随着禁抗政策的顺利推进，2020年混饲途径使用量为13184.73吨，占比达40.2%，同比大幅下降21.6PCT。

长期来看，随着“禁抗”的进一步实施，混饲类兽用抗菌药使用途径会越来越少。为继续预防畜禽生病，下游会加大对高质量兽用抗菌药的需求，对于头部具备兽用抗菌药研发能力的企业，将实现加速成长。

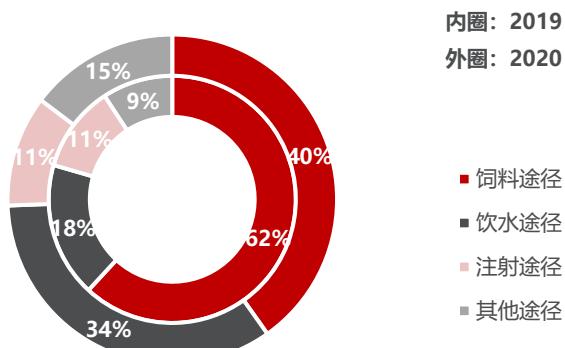
表6：相关部门发布一系列兽用抗菌药减量的政策

时间	政策	内容
2017-2020	《全国遏制动物源细菌耐药行动计划》	分三类对抗菌药物开展安全风险评估，加快淘汰风险隐患品种。 一是开展促生长用人兽共用抗菌药物风险评估，二是开展促生长用动物专用抗菌药物风险评估，三是对可能存在安全隐患的其他兽用抗菌药物开展风险评估
2021.6-2024.6	《食用农产品“治违禁控药残促提升”三年行动方案》	聚焦问题较为突出的11种农产品，包括“三棵菜”：豇豆、韭菜、芹菜“一枚蛋”：鸡蛋“一只鸡”：乌鸡、肉牛肉羊“四条鱼”：大口黑鲈、乌鳢、鳊鱼、大黄鱼，采取“一个问题品种、一张整治清单、一套攻坚方案、一批管控措施”的“四个一”精准治理模式。
2021-2025	《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案》	以生猪、蛋鸡、肉鸡、肉鸭、奶牛、肉牛、肉羊等畜禽品种为重点，稳步推进兽用抗菌药使用减量化行动，确保“十四五”时期全国产出每吨动物产品兽用抗菌药的使用量保持下降趋势，肉蛋奶等畜禽产品的兽药残留监督抽检合格率稳定保持在98%以上，到2025年末，50%以上的规模养殖场实施养殖减抗行动。

资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图27：2017-2020年国内兽用抗菌药使用量（吨）


资料来源：智研咨询，民生证券研究院

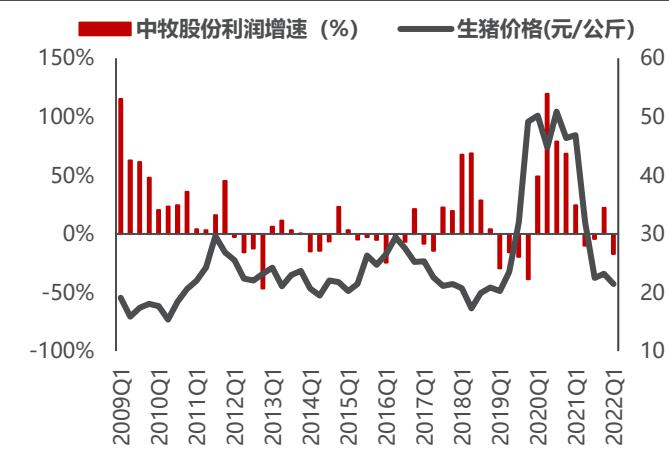
图28：2019-2020年国内兽用抗菌药使用途径分类


资料来源：智研咨询，民生证券研究院

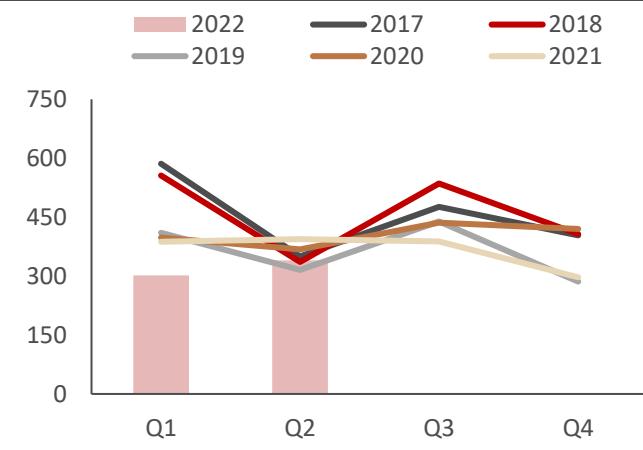
2.3 养殖景气持续上行，动保需求逐步打开

猪价上涨趋势已确立，用药积极性相应提升。2022年6月生猪价格强势上涨，随着养殖场免疫积极性的回升，高毛利疫苗产品销量恢复已率先开启，全国主要动物疫病疫苗批签发环比变动由高到低分别为猪细小、猪瘟、伪狂犬、猪圆环、猪口蹄疫，依次为+106.7%、+54.6%、+46.0%、+32.8%、-44.4%；同比分别为+14.8%、+14.3%、-12.4%、+12.7%、-28.6%；1~6月累计同比分别为-26.4%、-40.4%、-41.3%、-27.7%、-4.9%，除口蹄疫外，其余累计同比降幅均有所收窄。后期随着养殖端盈利状况持续回升，养殖端补栏积极性提高，化药需求量也将快速回升，动保行业整体步入景气上行通道。

政采苗也将在秋防阶段开启新一轮采购。秋冬季正值高致病性禽流感、口蹄疫等重大动物疫病的高发季节，也是动物常见病的多发、易发期，根据农业农村部规定，对散养动物采取春秋两季集中免疫与定期补免相结合的方式进行，对规模养殖场及有条件的地方实施程序化免疫。从历年数据来看，公司兽用生物制品批签发次数在每年三季度会有显著回升，利润增速也相应增长，**传统需求旺季叠加猪价上涨，公司疫苗与化药产品有望快速放量，下半年动保板块业绩可期。**

图29：公司净利润增速与生猪价格对比


资料来源：wind，民生证券研究院

图30：2017~2022年公司生物制品季度批签发（次）


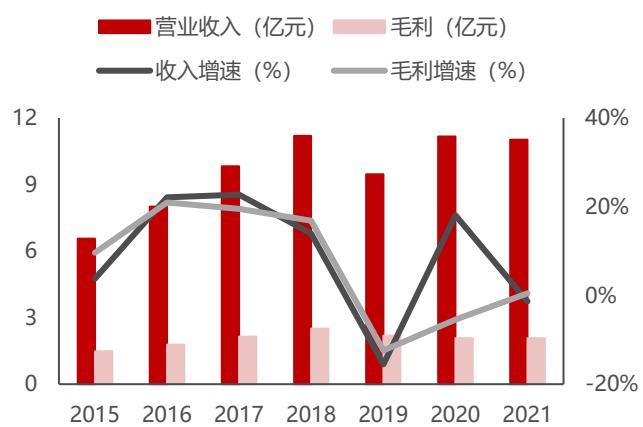
资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

3 饲料业务经营稳健，规模扩张抢占市场份额

3.1 深挖市场研发新品，品牌效应助力价值延续

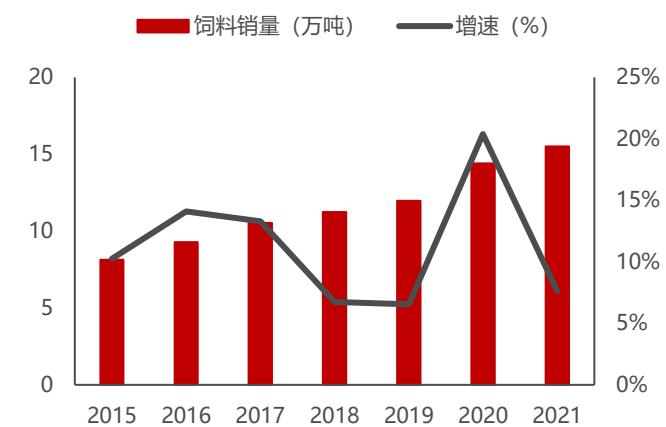
饲料业务经营稳定，销量持续增长。2015~2021年，公司饲料业务收入从6.56亿元增长至11.02亿元，CAGR为9.03%，饲料销量也从8.14万吨增长至15.51万吨，CAGR为11.34%亿元，多年来维持稳定增长。其中2018~2019年因非瘟导致的生猪养殖量减少，使得公司饲料业务增速相应放缓。2021年，面对饲料原料价格高位运行，养殖行业的巨幅波动，公司及时开发新产品，在行业率先开发“全小麦日粮”配方，缓解养殖户缺少玉米困境，降低了养殖成本，适应市场需求创造出市场机会。

图31：2015-2021 饲料业务收入、毛利(亿元)及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图32：2015-2021 年公司饲料销量及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司饲料业务以复合维生素和复合预混料为主，用以满足兽类不同生长阶段对各种维生素、微量元素、氨基酸和矿物质的营养需要，主要以“华罗”和“京中牧”两个品牌进行销售。其中以复合维生素和复合预混料为主的“华罗”品牌是中国驰名商标，产品涵盖猪、肉鸡、蛋鸡、水产、反刍动物等多个系列共100多个品种。公司作为我国复合维生素行业的先行者，凭借着良好的产品质量，在行业内享有一定的知名度，复合维生素产品连续多年市占率位居国内第二位。

生产基地覆盖全国，持续扩张市场范围。目前公司共有北京、天津、南通、长春、新乡和武汉六个生产基地，为快速拓展市场，满足公司“十四五”战略发展规划，2021年公司以自有资金1亿元出资设立全资子公司中牧华罗畜牧科技(山东)有限公司，并实施新建年产7万吨饲料加工厂项目，预计于2023年上半年建成投产。新项目投产后，公司饲料产能将达到30万吨以上，为进一步扩张市场份额奠定了良好基础。

图33：公司华罗品牌饲料

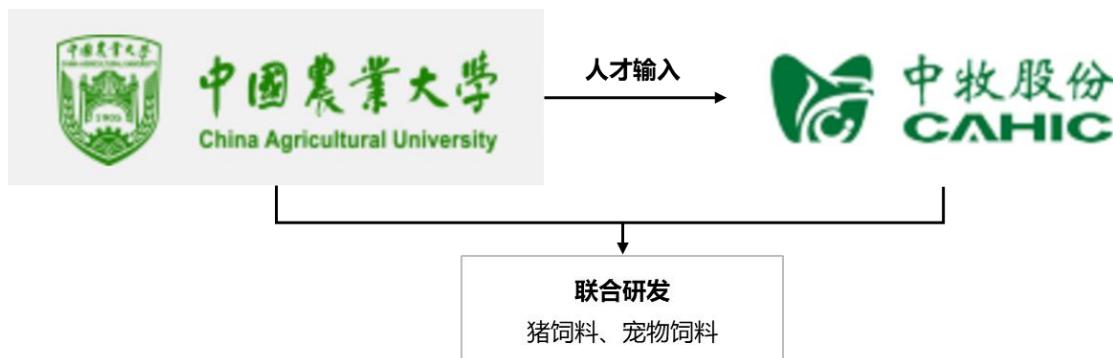

资料来源：公司官网，民生证券研究院

表7：公司饲料生产基地

生产基地	产品种类
北京	畜禽/反刍类饲料添加剂
天津	畜禽等预混料
南通	畜禽等预混料
长春	畜禽 畜禽浓缩全价
新乡	预混料 配合料浓缩料
武汉	预混料 浓缩料
山东	预混料 配合料

资料来源：公司公告，项目环评报告书，民生证券研究院

新品推出精益求精，校企联合打造新动能。公司凭借在饲料添加剂领域的头部地位，深挖酶产品市场需求，近两年推出的“酶维宝”，将酶制剂的使用成本下降了60%，还可以提升3%~8%的原料利用率，通过不同的使用方案，可真正实现帮助养殖场降本增效，从而拓展销售渠道，增加客户粘性。同时，公司持续推进校企合作战略，与中国农业大学农业农村部饲料工业中心确定了合作框架内容，进行猪饲料和宠物饲料的联合研发，充分发挥中国农业大学的科研优势和公司的产业优势，将进一步公司饲料业务的高质量发展。

图34：公司与中国农业大学合作模式


资料来源：中国农业大学官网，民生证券研究院

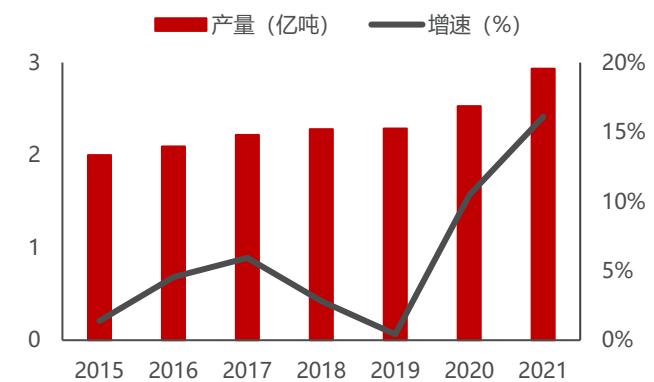
3.2 行业产量快速增长，由多向精提升规模化

饲料总产量及单吨价格快速增长，新型饲料添加剂兴起。2015~2021年饲料产量从2亿吨增长至2.9亿吨，CAGR为6.6%。2018~2019年由于生猪养殖量减少，使得饲料产量增速大幅下滑，近两年伴随生猪养殖回暖，饲料产量增速均超过了10%，而养殖端对降本增效的追求使得新型饲料添加剂产量也实现了快速增长，2021年酶制剂产量增速近20%，同时，全国饲料单吨价格受到粮价上涨支撑，也实现了快速增长。

小产能饲企众多，规模化程度逐年提高。2021年全国10万吨以上规模饲料生产厂957家，比上年增加208家，合计饲料产量17707.7万吨，同比增长24.4%，在全国饲料总产量中的占比为60.3%，比上年提高7.5PCT。其中，千万吨产量级的企业仅有6家，比上年增加3家，产量合计占比约34.2%。

目前，随着猪价的快速上涨，养殖端补栏情绪上升，粮食价格也处于高位震荡阶段，而公司当前饲料产能规模较小，年产量在15万吨左右，预计2023年新建产能落地投产后，将有效助力公司在行业规模化的角逐中抢占更多市场份额，并充分收获量多价高带来的业绩红利。

图35：2015-2021全国饲料产量及增速



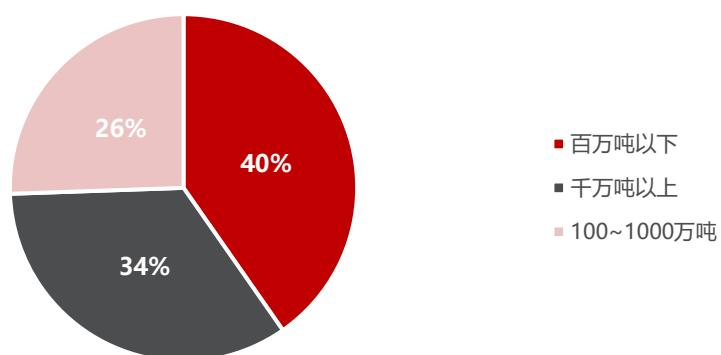
资料来源：中国饲料工业协会，民生证券研究院

图36：2015~2021年全国饲料单吨价格



资料来源：中国饲料工业协会，民生证券研究院

图37：2021年不同产能饲料企业产量合计占比



资料来源：中国饲料工业协会，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

对于公司主营业务的盈利预测可分为兽用生物制品、兽用化学药品、饲料三大板块。

(1) 兽用生物制品

目前，公司兽用生物制品板块主要产品为口蹄疫疫苗和禽流感疫苗，且政府采购比例较高，随着市场化改革的深入及新品的不断推出，我们假设公司口蹄疫和禽流感政采苗的占比逐年下降。在价格方面，根据公司公布的历史中标价格，并考虑到当前口蹄疫市场竞争激烈，我们假设口蹄疫疫苗价格较之前略有下降，禽流感疫苗则基本维持历史水平。在整体毛利方面，考虑到公司市场苗业务占比逐步提升，而市场苗单价显著高于政采苗，故公司盈利能力相应提升，毛利率逐年上升。

(2) 兽用化学药品

公司兽用化学药品以畜禽专用抗生素为主，受“禁抗”政策影响，存在部分产能退出，导致近几年整体销量有所下滑，此外，参考2021年下半年养殖业因景气下行而持续进行产能去化，我们假设未来三年公司化药整体销量仍小幅下滑。但因行业整体落后产能淘汰较多，且公司与养殖业龙头企业牧原股份进行，我们假设化药的单价仍持续上涨。

(3) 饲料业务

公司饲料业务以复合维生素及复合预混料为主，旗下品牌“华罗”为中国驰名商标，具有一定品牌效应，同时考虑到公司在山东地区新建7万吨饲料产能预计于2023年落地投产，产能利用率逐年攀升，故我们预计未来三年饲料销量持续增加。在价格方面，2022年粮食价格大幅上涨，我们假设公司饲料售价相应上涨，同时23~24年有所下降。此外，公司与中国农业大学签订合作框架，在产品及人才两方面进行积极合作，因此我们预计公司饲料业务盈利能力也将相应提升，毛利率逐年上升。

在整体费用方面，随着公司经营规模不断扩大，对市场化业务的大力推进，销售渠道建设、销售人员扩张，以及新建产能的落地都将使得公司整体期间费用有所上升。

表8：公司各业务盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
公司整体				
营业收入 (百万元)	5,302	5,487	6,095	6,477
增长率 (%)	6.1%	3.5%	11.1%	6.3%
营业成本 (百万元)	3,761	3,889	4,255	4,384
毛利 (百万元)	1541	1599	1841	2094
毛利率 (%)	29%	29%	30%	32%
兽用生物制品业务				
营业收入 (百万元)	1,429	1,346	1,429	1,627
增长率 (%)	-0.3%	-5.8%	6.2%	13.9%
营业成本 (百万元)	598	565	572	618
毛利 (百万元)	831	781	857	1009
毛利率 (%)	58%	58%	60%	62%
兽用化学药品业务				
营业收入 (百万元)	1,257	1,196	1,315	1,338
增长率 (%)	24.0%	-4.9%	9.9%	1.8%
营业成本 (百万元)	867	843	932	939
毛利 (百万元)	390	352	383	400
毛利率 (%)	31%	29%	29%	30%
饲料业务				
营业收入 (百万元)	1,102	1,286	1,642	1,768
增长率 (%)	-1.3%	16.7%	27.7%	7.7%
营业成本 (百万元)	894	948	1,195	1,240
毛利 (百万元)	208	338	447	528
毛利率 (%)	19%	26%	27%	30%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司作为动保行业龙头企业，同时涉及饲料添加剂业务，因此我们选取口蹄疫市场苗龙头企业生物股份、畜禽疫苗及化药业务全覆盖的普莱柯、猪用疫苗领军企业的科前生物以及业务体系中同样包含动保与饲料添加剂的瑞普生物四家上市公司作为参考，对应 2022 年 PE 均值为 23 倍，考虑到公司在市场化改革持续推进下，盈利能力有望大幅提升，实现业绩与估值双双增长。

表9：可比公司 PE 估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600201.SH	生物股份	8.55	0.34	0.40	0.52	0.66	48	22	17	13
603566.SH	普莱柯	27.00	0.76	0.83	1.11	1.32	29	32	24	21
688526.SH	科前生物	24.48	1.23	1.28	1.67	1.93	22	19	15	13
300119.SZ	瑞普生物	16.98	0.88	0.95	1.19	1.42	27	18	14	12
均值								32	23	18
600195.SH	中牧股份	11.67	0.50	0.53	0.64	0.76	23	22	18	15

资料来源：wind，民生证券研究院预测（注：收盘价为 2022 年 7 月 25 日，可比公司采用 wind 一致预期数据）

4.3 投资建议

预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 5.37、6.55、7.78 亿元，对应 EPS 分别为 0.53、0.64、0.76 亿元，考虑到公司作为养殖业上游的龙头企业，市场化改革提高成长性，有望充分受益于猪价上涨带动后周期产品全面放量，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 新项目落地不及预期。公司新建 7 万吨饲料生产线，预计于 2023 年上半年落地投产，若因外部因素导致公司产能建设进度滞后，产能无法及时释放，或导致公司业绩不达预期。

2) 猪价上涨不及预期。若未来养殖业景气反转幅度低于预期，则导致养殖场免疫积极性提高受阻，产品需求不及预期，公司盈利能力或将受到影响。

3) 突发重大动物疫病。突发性的重大动物疫情或在短期内使得养殖户降低养殖量，将使得动保产品及饲料销量大幅下滑，从而导致公司经营状况下滑。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,302	5,487	6,095	6,477
营业成本	3,761	3,889	4,255	4,384
营业税金及附加	34	35	39	42
销售费用	507	521	572	615
管理费用	330	352	386	411
研发费用	163	184	213	259
EBIT	502	507	630	767
财务费用	0	-8	-9	-11
资产减值损失	-23	-25	-26	-23
投资收益	174	192	219	237
营业利润	664	693	844	1,005
营业外收支	5	4	4	4
利润总额	669	697	848	1,009
所得税	82	89	105	126
净利润	587	609	743	884
归属于母公司净利润	514	537	655	778
EBITDA	771	815	975	1,139

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,230	939	1,059	1,231
应收账款及票据	634	645	714	763
预付款项	53	71	72	74
存货	879	881	944	987
其他流动资产	44	44	48	50
流动资产合计	2,840	2,580	2,837	3,107
长期股权投资	916	916	916	916
固定资产	2,465	3,101	3,673	4,207
无形资产	660	684	699	713
非流动资产合计	4,597	5,233	5,707	6,232
资产合计	7,437	7,813	8,544	9,339
短期借款	115	0	0	0
应付账款及票据	413	357	403	422
其他流动负债	823	871	946	977
流动负债合计	1,351	1,228	1,349	1,399
长期借款	78	78	78	78
其他长期负债	133	135	135	135
非流动负债合计	211	213	213	213
负债合计	1,563	1,441	1,562	1,612
股本	1,016	1,021	1,021	1,021
少数股东权益	960	1,032	1,120	1,226
股东权益合计	5,874	6,372	6,983	7,727
负债和股东权益合计	7,437	7,813	8,544	9,339

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.06	3.51	11.08	6.27
EBIT 增长率	43.48	1.01	24.34	21.62
净利润增长率	22.22	4.51	21.94	18.79
盈利能力 (%)				
毛利率	29.06	29.14	30.20	32.32
净利润率	11.08	11.09	12.20	13.64
总资产收益率 ROA	6.91	6.87	7.66	8.33
净资产收益率 ROE	10.46	10.06	11.17	11.97
偿债能力				
流动比率	2.10	2.10	2.10	2.22
速动比率	1.41	1.33	1.35	1.46
现金比率	0.91	0.76	0.79	0.88
资产负债率 (%)	21.01	18.45	18.28	17.26
经营效率				
应收账款周转天数	37.35	34.67	34.70	35.13
存货周转天数	85.31	83.36	81.80	82.91
总资产周转率	0.71	0.70	0.71	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.53	0.64	0.76
每股净资产	4.81	5.23	5.74	6.37
每股经营现金流	0.38	0.68	0.84	0.96
每股股利	0.15	0.15	0.13	0.14
估值分析				
PE	23	22	18	15
PB	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	14.12	13.58	11.22	9.46
股息收益率 (%)	1.30	1.30	1.11	1.17
现金流量表 (百万元)				
净利润	587	609	743	884
折旧和摊销	269	308	345	372
营运资金变动	-337	-53	-31	-60
经营活动现金流	383	695	862	979
资本开支	-476	-949	-823	-900
投资	0	-2	-1	-1
投资活动现金流	-91	-758	-606	-664
股权募资	0	44	0	0
债务募资	36	-114	0	0
筹资活动现金流	-100	-229	-136	-142
现金净流量	192	-291	120	172

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司在产业链中业务布局	4
图 3: 公司产业区域布局.....	4
图 4: 公司股权结构图 (截至 2022 年 Q1)	4
图 5: 2015-2021 年公司收入 (亿元) 及增速	5
图 6: 2015-2021 年公司归母净利润 (亿元) 及增速	5
图 7: 2015~2021 年公司各项业务营收占比	6
图 8: 2015~2021 年公司各项业务毛利占比	6
图 9: 2015~2021 年公司各业务毛利率水平	6
图 10: 公司生物制品毛利率与可比公司对比	6
图 11: 2015~2021 年公司期间费用率水平	7
图 12: 2021 年公司与可比公司销售费用率对比	7
图 13: 2015~2021 年公司动保业务收入及增速	8
图 14: 2015~2021 年公司动保业务毛利及毛利率	8
图 15: 2015~2021 年公司生物制品销量及单价	8
图 16: 2015~2021 年公司化药销量及单价	8
图 17: 2018~2021 年乾元浩疫苗业务收入及增速	10
图 18: 2018~2021 年乾元浩核心产品批签发批次 (次)	10
图 19: 2021 年公司口蹄疫疫苗批签发占比	11
图 20: 2021 年子公司高致病性禽流感疫苗批签发占比	11
图 21: 2015~2021 年公司部分政采苗销量情况	11
图 22: 2015~2021 年公司政采苗收入占比	11
图 23: 2015~2021 年公司研发支出情况	12
图 24: 2015~2021 年公司与可比公司研发投入对比	12
图 25: 国内兽药企业数量 (个)	14
图 26: 2021 年国内前十大兽药企业收入排名 (亿元)	14
图 27: 2017-2020 年国内兽用抗菌药使用量 (吨)	15
图 28: 2019-2020 年国内兽用抗菌药使用途径分类	15
图 29: 公司净利润增速与生猪价格对比	15
图 30: 2017~2022 年公司生物制品季度批签发 (次)	15
图 31: 2015~2021 饲料业务收入、毛利 (亿元) 及增速	16
图 32: 2015~2021 年公司饲料销量及增速	16
图 33: 公司华罗品牌饲料	17
图 34: 公司与中国农业大学合作模式	17
图 35: 2015~2021 全国饲料产量及增速	18
图 36: 2015~2021 年全国饲料单吨价格	18
图 37: 2021 年不同产能饲料企业产量合计占比	18

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司生物制品生产基地	9
表 2: 乾元浩在高致病性禽流感疫苗领域的核心技术积累	10
表 3: 乾元浩核心产品具有较强市场竞争力	10
表 4: 公司化学药品生产基地	12
表 5: 公司 2021 年年报在研项目	13
表 6: 相关部门发布一系列兽用抗菌药减量的政策	14
表 7: 公司饲料生产基地	17
表 8: 公司各业务盈利预测	20
表 9: 可比公司 PE 估值	20

公司财务报表数据预测汇总.....	23
-------------------	----

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026