

2022年10月28日

证券研究报告·2022年三季度报点评

中牧股份(600195) 农林牧渔

买入(维持)

当前价: 12.93元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 积极响应“二十大”战略方针，国改、市场化推动企业扬帆

## 投资要点

- **业绩总结:** 公司2022年前三季度实现营业收入41.3亿元,同比增长5.6%,实现归母净利4亿元,同比减少13.8%,扣非后归母净利润为3.6亿元,同比减少21.2%。单三季度实现营业收入15.3亿元,同比增长15.7%,环比增长3.8%,归母净利润为1.4亿元,同比减少3%,环比增长16.5%,扣非后归母净利润为1.1亿元,同比减少26.4%。按照扣非后归母净利润减去对联营企业和合营企业的投资收益计算公司主营利润,前三季度该指标为2.9亿元,同比减少9%,主要系今年上半年养殖景气度低迷所致,单三季度主营利润为0.9亿元,环比增长3.6%,销售毛利率为20.2%,基本与二季度持平,当前生猪价格回暖,养殖端步入盈利区间,未来动保产品需求有望增长,业绩随之迎来增长。
- **追求高质量发展,不断提高经营活力。** 2015年中共中央发布《国务院关于深化国有企业改革的指导意见》旨在提高国有资本效率、增强国有企业活力,2018年国企改革“双百”行动正式启动,公司被纳入双百企业名单。2016年以来公司采取包括推进股权激励计划、全年加强口蹄疫疫苗市场化销售的发展、子公司混合所有制改革、任期制与契约化等措施,激发公司经营管理的活力。2021年11月公司举行企业领导人员任期制契约化签约仪式,完成了胜利生物、乾元浩、中牧连锁等7家法人单位、28位领导人员的任期制和契约化签约工作。从主营利润的角度来看,2019年受非洲猪瘟、兰州厂产能搬迁等因素的影响,主营利润出现下滑,但后续两年恢复态势明朗,21年全年主营利润为3.4亿元,同比增长70%,未来在行业成长空间打开、公司自身竞争优势进一步凸显的情况下,业绩有望节节攀升。
- **与牧原强强联合成立化药子公司,业绩有望迎增量。** 中牧股份、南京药业、牧原股份拟共计出资1.2亿元设立中牧牧原动物药业有限公司,中牧股份合计占注册资本52%。中牧股份与牧原股份分别作为动保、生猪养殖领域的龙头企业,合资成立子公司,后期中牧牧原投资建设南阳生产基地项目,主要从事兽药的生产、经营以及研发,中牧股份与大型养殖企业的合作由以疫苗产品为主逐步拓展成为全品类,双轮驱动优势更为明显,与大客户深度绑定,提升成长性与确定性。另一方面以牧原为代表的最高效养殖企业体现出对于化药的需求以及重视程度的提升,新版GMP认证标准将推动落后产能淘汰,养殖企业为控制风险、增强可溯源性而减少动保供应商数量进一步倒逼行业集中度提升,中牧股份作为拥有研发实力、良好的客户合作基础的企业将迎来市占率的迅速提升。
- **产品优质广受认可,新产能逐步释放。** 公司南京兽用生物医药产业园项目顺利奠基,内蒙中牧大环内酯类创新驱动产业提质升级项目启动实施,胜利生物获得美国FDA的出口认证表明公司产品质量受世界认可,预计公司化药板块未来3-5年将呈现快速上升趋势。疫苗方面,先打后部政策稳步推进,2025年强制免疫疫病市场苗将全面取代政采苗,公司未来市场化结构占比不断提升,核心产品欧倍佳为口蹄疫O型、A型二价灭活疫苗市场反馈良好,未来随产能利用率不断提高,兰州新厂二期工程建设完毕后新产能释放,销量将迎来增长。除此以外大单品渗透提升带动多产品综合布局,包括针对猪瘟、猪圆环、伪狂犬等疫病的疫苗及联苗,产品组合拳提升竞争优势。非洲猪瘟疫苗研制工作持续推进,随猪瘟病毒变异,其毒性逐步减弱而传染性增强,亚单位灭活苗较弱毒苗而言虽有效性不及,但安全性更高,若未来顺利市场化,则行业关注度与成长性将进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.54元、0.65元、0.89元,对应动态PE分别为24/20/14倍,维持“买入”评级
- **风险提示:** 下游养殖业出现疫情;产品销售情况不及预期;汇率及外贸风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5301.57	5873.94	6670.51	8404.60
增长率	6.06%	10.80%	13.56%	26.00%
归属母公司净利润(百万元)	513.86	552.48	661.62	912.16
增长率	22.22%	7.52%	19.75%	37.87%
每股收益EPS(元)	0.50	0.54	0.65	0.89
净资产收益率ROE	10.00%	9.69%	10.94%	13.28%
PE	26	24	20	14
PB	2.25	2.05	1.82	1.58

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

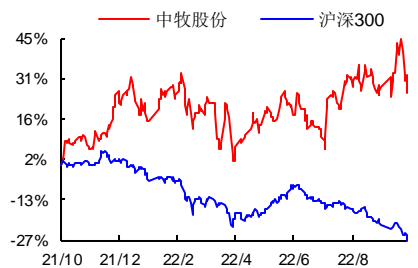
邮箱: xuq@swsc.com.cn

联系人: 刘佳宜

电话: 021-68415832

邮箱: liujy@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	10.21
流通A股(亿股)	10.21
52周内股价区间(元)	10.45-14.99
总市值(亿元)	132.03
总资产(亿元)	74.37
每股净资产(元)	4.84

## 相关研究

1. 中牧股份(600195): 逆境显王者风范, 强强联合更上一层楼 (2022-08-18)
2. 中牧股份(600195): 主营利润逆势增长, 凸显公司产品竞争力 (2022-04-29)
3. 中牧股份(600195): 双轮驱动主营快速增长, 优质动保龙头未来可期 (2022-04-15)
4. 中牧股份(600195): 强强联合向全品类扩张, 优质成长无惧周期 (2022-04-12)
5. 中牧股份(600195): 龙头迎戴维斯双击, 成长性逐步凸显 (2022-01-05)
6. 中牧股份(600195): 主营逆势高增长, 未来优质成长龙头 (2021-10-31)

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司概况：综合型动保企业</b>	<b>1</b>
<b>2 动保打开成长空间，规范化发展龙头收益</b>	<b>2</b>
2.1 养殖规模化发展，盈利能力修复	2
2.2 强疫苗市场化趋势，非疫苗研发持续推进	4
2.3 禁抗或将带来增量，化药行业规范化发展	6
<b>3 动保龙头国改添活力，科研、扩产高质量发展</b>	<b>7</b>
3.1 国企改革、一带一路，高质量发展脚步不停	7
3.2 生药、化药双轮驱动，优质产品广受认可	9
3.3 注重研发创新，科技为产品根本	14
<b>4 盈利预测</b>	<b>16</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图 目 录

图 1：公司 2022 年 H1 营收结构情况.....	1
图 2：公司 2021 年毛利润结构情况.....	1
图 3：2017-2022Q3 公司营业收入及增速.....	1
图 4：2017-2022Q3 公司归母净利润及增速.....	1
图 5：部分上市猪企出栏数据（万头）.....	3
图 6：先打后补政策重要时间点.....	5
图 7：2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量.....	6
图 8：非洲猪瘟病毒结构图.....	6
图 9：1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量（单位：吨）.....	7
图 10：国改重要时间节点概览.....	8
图 11：2012-2021 中牧股份营收（亿元）.....	9
图 12：2012-2021 中牧主营利润（亿元）.....	9
图 13：2017-2021 年化药营收及毛利率.....	12
图 14：公司部分化药子公司.....	12
图 15：2016-2021 研发费用及研发费用率.....	15
图 16：研发团队人数（人）.....	15
图 17：中牧股份研发平台架构.....	16

## 表 目 录

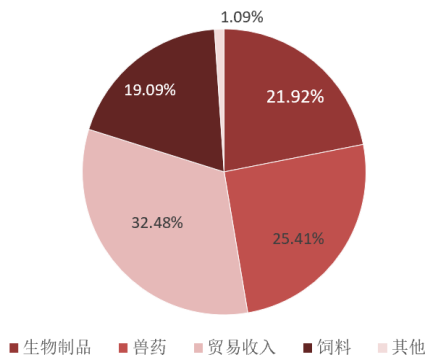
表 1：畜禽养殖环保政策要求.....	2
表 2：2021 部分头部养殖企业融资情况.....	3
表 3：口蹄疫疫苗生产企业及主要产品.....	4
表 4：“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项.....	6
表 5：公司部分猪用疫苗简介.....	11
表 6：公司部分化药产品简介.....	13
表 7：分业务收入及毛利率.....	16
附表：财务预测与估值.....	18

## 1 公司概况：综合型动保企业

中牧实业股份有限公司是从事动物保健品和动物营养品研发、生产、销售及技术服务的高新技术企业，正式成立于 1998 年，所属骨干企业拥有接近 90 年的生产和销售经验。中牧股份是国资委旗下大型综合农业央企中国农发旗下企业，1999 年上市。公司主要业务包括兽用生物制品、兽用化药、饲料添加剂和贸易四个板块，是我国兽药行业和饲料行业的重要组成部分，国内拥有 20 多个生产基地，800 多个产品，销售布局全球 60 多个国家和地区，是行业内产线较为齐全的综合型企业。

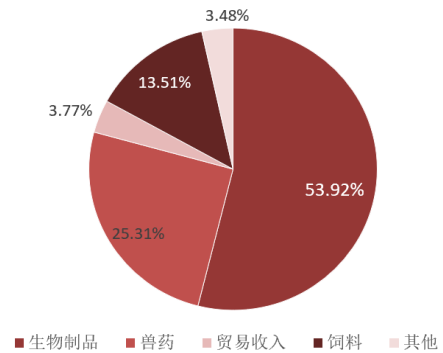
**公司主营业务结构：**公司生物制品/贸易/饲料/兽用化药四大业务发展均衡，2022 年 H1 收入分别为 5.7/8.4/5/6.6 亿元，分别占总收入的比例为 21.9%、32.5%、19.1%、25.4%，相对平均。因 2022 年半年报中并未按此口径对毛利进行拆分，故参考 2021 年毛利水平，公司生物制品贡献了 53.9% 的毛利润，毛利率为 58.1%，兽药、饲料则分别占比 25%、13%，毛利率分别为 31% 和 18.9%，贸易毛利润占比最低，毛利率约为 4%。

图 1：公司 2022 年 H1 营收结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

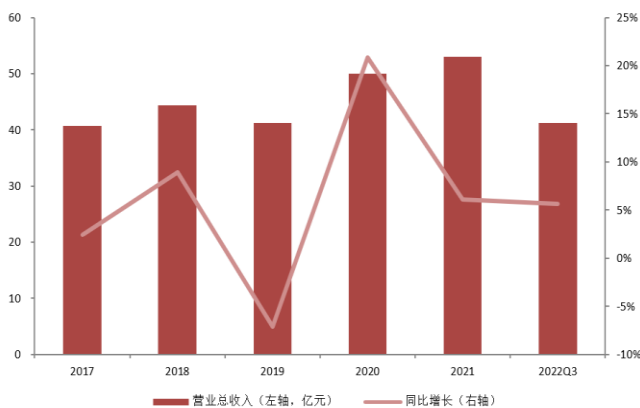
图 2：公司 2021 年毛利润结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

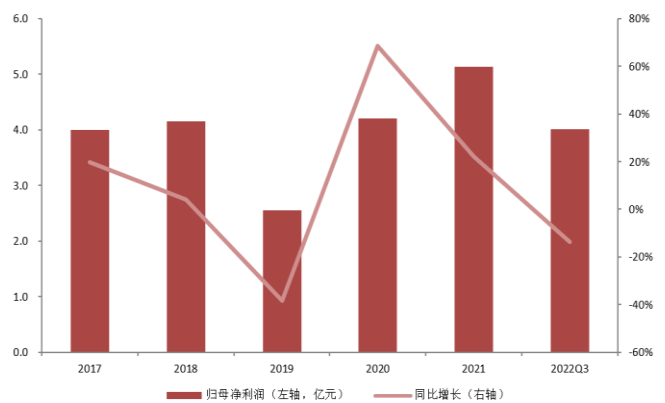
**公司业绩状况：**截至 2022 年 Q3，公司营业收入为 41.3 亿元，同比增长 5.6%，归母净利润 4 亿元，同比变化减少 13.8%，2017-2021 年，公司营业收入整体稳中有升，CAGR 为 5.9%，归母净利润 CAGR 为 9%，公司费用控制与营收能力配套性强，受非瘟影响公司 2019 年业绩有所下滑，2020 迅速恢复，21 年经营持续优化，收入与利润均实现进一步提升。

图 3：2017-2022Q3 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2017-2022Q3 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 动保打开成长空间，规范化发展龙头收益

### 2.1 养殖规模化发展，盈利能力修复

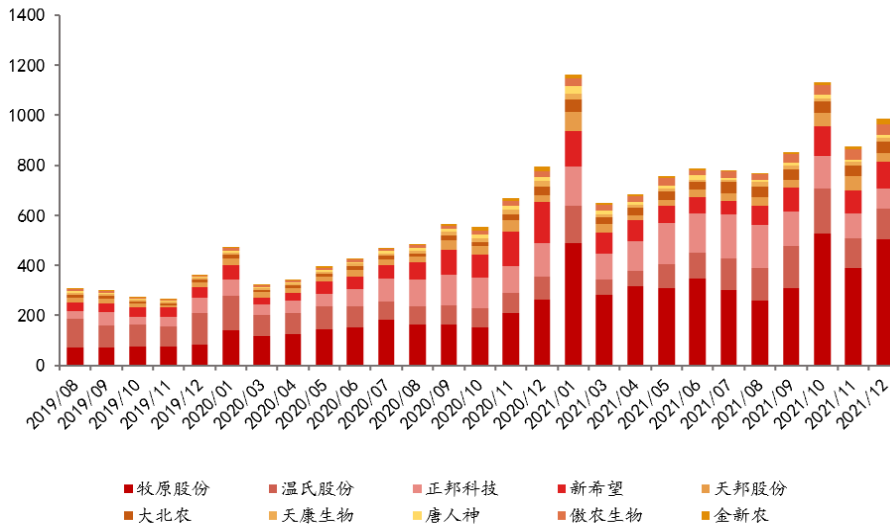
长期来看，环保要求与突发疫病推动行业向规模化发展，动保重视程度提高。我国养殖行业初期进入门槛较低，散户和家庭养殖作为畜禽养殖行业的主体，缺乏必要的引导和规划，加之畜禽养殖污染防治设施普遍配套不到位，大量畜禽粪便、污水等废弃物得不到有效处理并进入循环利用环节，导致环境污染。第一次全国污染源普查数据表明，畜禽养殖业 COD、总氮、总磷的排放量分别为 1268 万吨、106 万吨和 16 万吨，分别占全国总排放量的 41.9%、21.7%、37.7%，分别占农业源排放量的 96%、38%、65%。按照中国每年出栏 6 亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有 12 亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。但自 2014 年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不离开市场。

表 1：畜禽养殖环保政策要求

时间	政策	重点内容
2014.01	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确畜禽养殖应考虑到环境承载力，对畜禽养殖污染防治提出要求，科学确定养殖品种、规模、总量，明确禁养区划分标准、以及激励和处罚内容。
2015.01	《环保法》	进一步明确禽畜养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律、法规规定。
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定禽畜养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的禽畜养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产区制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《“十三五”生态环境保护规划》	要求 2017 年年底以前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

非洲猪瘟 2018 年 8 月首次出现在中国，随后蔓延至全国各地。根据农业农村部的数据显示，2018-2020 年全国共发生非洲猪瘟 181 起，扑杀生猪 103.4 万头。受此影响，相较于规模化企业，散户的防疫措施有限，生猪存活率较低。此外，2020 年初由于新冠疫情的爆发，许多企业停工停产，部分养殖企业出现经营困难，进一步造成众多中小养殖户减产或退出养殖行业。据农业农村部消息，2021 年畜禽养殖综合规模化率首次达到 70%，其中生猪养殖规模化率首次达到 60%，养殖规模化率进一步提升。2021 年，生猪出栏量较大的十家上市养殖公司（牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农）占总生猪出栏量的比例有所提升，2021 年国内生猪出栏总量为 6.7 亿头，十家上市生猪养殖企业出栏量合计达 9428 万头，占比达 14%，2022 年上半年全国生猪出栏 3.7 亿头，十家上市生猪养殖企业出栏量合计达 5985 万头，占比达 16.4%。

**图 5：部分上市猪企出栏数据（万头）**


数据来源：Wind，西南证券整理。注：因公司披露时间段不同，2020 年/2021 年 1 月数据为 2020 年/2021 年 1 月与 2 月合计总量

集团养殖企业于周期低谷合理运用融资优势，稳健扩张产能，未来市占率有望进一步提升。2021 年 9 月牧原股份发行可转债 95.5 亿元，其中 51 亿元将投入生猪养殖建设，19 亿投入生猪屠宰项目建设，余下 25.5 亿元用于补充流动资金，所涉及 23 个生猪养殖项目共计可提供产能 677.3 万头；正大集团于招股说明书（申报稿）中表示，公司本次拟向社会公众公开发行不超过 5.7 亿股，预计募集资金 150 亿元，其中 42 亿用于补充流动资金，余下 108 亿将投入到 17 个生猪养殖产业链项目中，主要包括饲料、养殖以及生猪屠宰相关业务的部署；21 年 11 月新希望发行可转债，募集资金总额 81.5 亿元，其中 57.1 亿元将投入到 18 个生猪养殖项目建设中，建设周期皆在两年左右。规模场在融资渠道以及养殖成本等方面相较于中小散户更有优势，生猪寒冬中自更易获得资金支持，未来占比进一步提升。

规模养殖企业在疫病防控以及应对风险方面均拥有优于散户的实力，而其在养殖市场中占比的提升，将使得动保的重视程度随之提升，我们认为科学养殖提升效率与资金优势将成为养殖户的核心竞争力，这使得动保行业长期发展前景向好，优质产品更易获得青睐。

**表 2：2021 部分头部养殖企业融资情况**

公司名称	时间	金额	融资渠道	主要用途
牧原股份	2021.08	95.5 亿元	可转换债券	其中 51 亿元将投入生猪养殖建设，19 亿投入生猪屠宰项目建设，余下 25.5 亿元用于补充流动资金，所涉及 23 个生猪养殖项目共计可提供产能 677.3 万头
正大集团	2021.11	150 亿元	IPO	其中 42 亿用于补充流动资金，余下 108 亿将投入到 17 个生猪养殖产业链项目中，主要包括饲料、养殖以及生猪屠宰相关业务的部署
新希望	2021.10	81.5 亿元	可转换债券	57.1 亿元将投入到烟台新好生猪养殖项目、濮阳新六生猪养殖项目、东营新好生猪养殖项目、施秉新希望生猪养殖项目建设中，建设周期皆在两年左右。
温氏股份	2021.03	92.97 亿元	可转换债券	42.52 亿元将投入崇左江洲温氏畜牧有限公司一体化一期等生猪养殖类项目建设；11.36 亿将投入灵宝温氏禽业有限公司养殖项目等鸡类养殖，水禽类项目投入 11.3 亿元，补充流动资金 27.79 亿元。

公司名称	时间	金额	融资渠道	主要用途
正邦科技	2021.1	75 亿元	非公开发行股票	28.19 亿元将用于沾化正邦存栏 10 万头生猪的育肥场“种养结合”基地建设等 15 个生猪养殖项目，余下 46.8 亿元用于补充流动资金。
唐人神	2021.03	15.5 亿元	非公开发行	其中 10 亿元将投入禄丰美神邓家湾存栏一万头基础母猪苗等 7 个生猪养殖相关项目，饲料生产投入 2.5 亿元，余下 2.6 亿元用于补充流动资金。

数据来源：公司公告，西南证券整理

当前猪价养殖户步入盈利区间，动保产品需求有望随之提升。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、Q2 养殖企业经营情况较 21 年 Q3 得到显著改善，截至 2022 年 10 月初生猪市场价格约为 26 元/公斤，养殖企业顺利步入盈利区间，生猪价格回暖，动保企业业绩将同样迎拐点向上。

## 2.2 强免苗市场化趋势，非瘟疫苗研发持续推进

口蹄疫疫苗生产壁垒较高。经农业部批准拥有口蹄疫疫苗生产资质的企业共有 8 家，分别为金宇保灵生物药品有限公司、中农威特生物科技股份有限公司、中牧实业股份有限公司兰州生物药厂、中普生物、天康生物股份有限公司、内蒙古必威安泰生物科技有限公司、申联生物医药（上海）、海利生物。生物安全防护共分为四个级别，从一级到四级防护级别逐渐增强。依据农业农村部规定，在 2020 年底前，生产口蹄疫疫苗的企业必须满足生物安全防护三级要求（P3），室内应处于负压状态，从而使内部气体不会泄漏到外面而造成污染，条件严格，达成的成本高，因此拥有较高的行业壁垒。

表 3：口蹄疫疫苗生产企业及主要产品

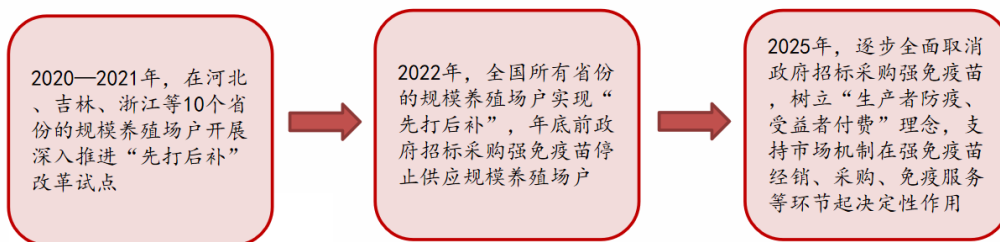
生产企业	主要产品种类
中牧实业	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗（O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株），猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株），猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 98+93），猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗（多肽 PO98+PA13），口蹄疫 O 型灭活疫苗（OS 株），口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/HB/HK/99 株+AF/72 株，悬浮培养），口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗（O/rV-1 株+A/rV-2 株）
金宇保灵	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗（O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株），猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株），口蹄疫 O 型灭活疫苗（OJMS 株），口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/HB/HK/99 株+AF/72 株，悬浮培养），口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010 株+Re-A/WH/09 株），口蹄疫 O 型、亚洲 1 型、A 型三价灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010 株+Asia1/JSL/ZK/06 株+Re-A/WH/09 株）
中农威特	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010 株），猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株），猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株），口蹄疫 O 型灭活疫苗（OJMS 株），口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010 株+Re-A/WH/09 株），口蹄疫 O 型、亚洲 1 型、A 型三价灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010 株+Asia1/JSL/ZK/06 株+Re-A/WH/09 株）
天康生物	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗（O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株），猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/HM02 株+AKT-III 株），猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 TC98+7309+TC07），口蹄疫 O 型灭活疫苗（O/HM02 株），口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/HM02 株+AKT-III 株）（悬浮培养工艺），口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 1 型三价灭活疫苗（O/HM02 株+AKT-III 株+Asia1KZ/03 株）（悬浮培养工艺）
申联生物	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株），猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 2600+2700+2800），猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗（多肽 2700+2800+MM13）

生产企业	主要产品种类
杨凌金海	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株), 猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (O/HW02 株+AKT-III 株), 口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (O/HW02 株+AKT-III 株) (悬浮培养工艺), 口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 1 型三价灭活疫苗 (O/HW02 株+AKT-III 株+Asia1KZ/03 株) (悬浮培养工艺)
必威安泰	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株), 口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (O/HW02 株+AKT-III 株) (悬浮培养工艺), 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), 口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 1 型三价灭活疫苗 (O/HW02 株+AKT-III 株+Asia1KZ/03 株) (悬浮培养工艺)
中普生物	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株), 猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (O/HW02 株+AKT-III 株), 口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OS 株), 口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (O/HB/HK/99 株+AF/72 株, 悬浮培养)

数据来源: 农业农村部公告, 西南证券整理

**从销售渠道分析, 市场苗将逐步取代政采苗。**2020 年 11 月农业农村部办公厅印发的《关于深入推进动物疾病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》中指出, 未来市场发展的方向将以 2021 年、2022 年、2025 年为三个重要节点。2020—2021 年, 在河北、吉林、浙江等 10 个省份的规模养殖场户开展深入推进“先打后补”改革试点; 2022 年, 全国所有省份的规模养殖场户实现“先打后补”, 年底前政府招标采购强免疫苗停止供应规模养殖场户; 2025 年, 逐步全面取消政府招标采购强免疫苗, 树立“生产者防疫、受益者付费”理念, 支持市场机制在强免疫苗经销、采购、免疫服务等环节起决定性作用。

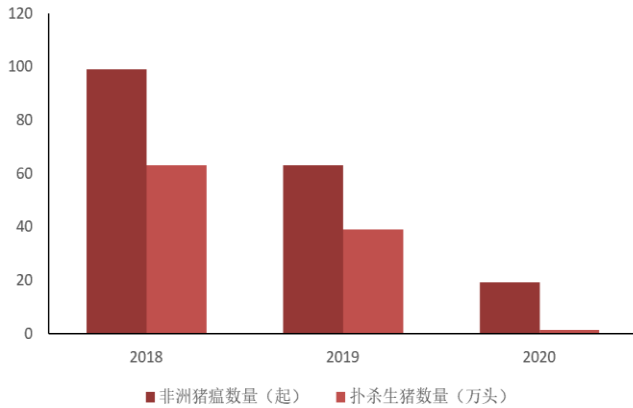
**图 6: 先打后补政策重要时间点**



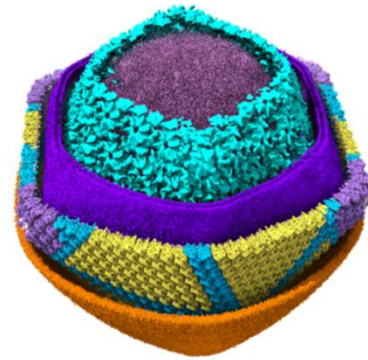
数据来源: 农业农村部, 西南证券整理

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

根据农业农村部的数据显示, 2018-2020 年全国共发生非洲猪瘟 99、63、19 起, 共计扑杀生猪 63、39、1.4 万头, 发生数量以及扑杀数量的减少主要是归功于防疫力度以及重视程度的提升, 但与毒株的演绎也有不可分割的关系。中国农业科学院哈尔滨兽医研究所国家非洲猪瘟专业实验室表示, 2020 年在对黑龙江、吉林、辽宁、山西、内蒙古、河北和湖北等省的农场和屠宰场的为期 6 个月的检测中, 收集到 3660 个样本, 发现并分离出 22 株流行毒株, 由特征判断是 II 型非洲猪瘟, 属于低致死率的自然变异流行株。非洲猪瘟病毒向流行性方向发展, 出现非瘟弱毒株, 弱毒株毒性降低但感染几率成倍增加, 且其潜伏期可高达 30 天或更久, 不易检测, 发病猪场更难发现、难根除、难控制。

**图 7：2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量**


数据来源：农业农村部，西南证券整理

**图 8：非洲猪瘟病毒结构图**


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

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

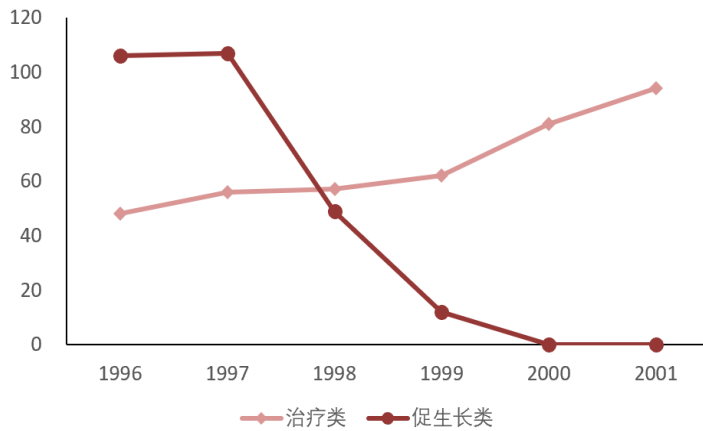
**表 4：“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项**

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

数据来源：农业农村部，西南证券整理

## 2.3 禁抗或将带来增量，化药行业规范化发展

参考欧盟经验，禁抗令实施或将促使治疗用抗生素需求提升。2020 年 7 月起为保证食品及公共卫生安全，农业农村部要求所有的饲料生产企业全面停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。参考欧盟发达国家的禁抗经验，在实施禁抗的初期，瑞典生猪平均日增重下降，体重 50-250 磅阶段的饲料转换率降低 1.5%，仔猪死亡率高于 1.5%，母猪产仔数减少 4.8%，养殖户将断奶日龄延后一周；丹麦的养殖户同样面临了仔猪阶段的死亡率上升以及日增重降低的问题，在 1996-2001 年期间，抗生素总体用量变化由 154 吨有效控制至 94 吨，但在此期间治类抗生素整体稳步上升，以有效成分计算其总量从 48 吨上涨到 94 吨。由此我们认为禁抗并不是一蹴而就，在过程中不仅需要养殖场设施设备进行升级，而且在疾病发生时需要及时进行现场诊断并合理用药，保证科学的免疫程序。

**图 9：1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量（单位：吨）**


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

新版 GMP 实施规范兽药企业发展环境，公司作为兽药头部企业有望受益于集中度提高。近年来生物制品和化药市场份额不断向头部企业转移，根据中兽药信息网数据，2019 年我国兽药企业数量为 1632 家，同比减少 4%，小型企业数量减少，大中型企业数量皆有所上升，兽药行业集中度不断提升。新版兽药 GMP 将于 2020 年 6 月 1 日起施行，根据公告，所有兽药生产企业均应在 2022 年 6 月 1 日前达到新版兽药 GMP 要求；未达到新版兽药 GMP 要求的兽药生产企业（生产车间），其兽药生产许可证和兽药 GMP 证书有效期最长不超过 2022 年 5 月 31 日。新版 GMP 与 2002 年实施的质量管理规范的主要区别包括：（1）提高无菌兽药和兽用生物制品的生产标准；（2）提高特殊兽药品种生产设施要求；（3）提高并细化软件管理要求；（4）提高从业人员的素质和技能要求；（5）细化管理流程和文件内容。新版 GMP 对兽药质量要求提升，和国际先进标准已处于同一水平，落后产能面临淘汰，产品的国际竞争力提高。根据亚太易和数据分析中心的数据显示，截至 2022 年 6 月底，全国通过新版兽药 GMP 验收的企业数量为 994 家。我国兽药行业有望迎来洗牌，中小型企业、软硬件设施弱的企业和创新能力差的企业将面临较大压力，有望出清离场或被收购，具有较高资金实力、创新实力的头部企业优势有望进一步强化。

### 3 动保龙头国改添活力，科研、扩产高质量发展

#### 3.1 国企改革、一带一路，高质量发展脚步不停

保证高质量发展，通过股权激励、子公司混合所有制改革等方式积极参与国企改革，增强企业经营活力。二十大报告中习近平总书记强调，“要坚持推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平，加快建设现代化经济体系，着力提高全要素生产率，着力提升产业链供应链韧性和安全水平，着力推进城乡融合和区域协调发展，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。”其中提到第一点就是要构建高水平社会主义市场经济体制。坚持和完善社会主义基本经济制度，毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用。

**国家高度重视国企改革发展。**2015年8月24日，中共中央发布《国务院关于深化国有企业改革的指导意见》，指导思想主要在于“适应市场化、现代化、国际化新形势，以解放和发展社会生产力为标准，以提高国有资本效率、增强国有企业活力为中心，完善产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度，完善国有资产监管体制，防止国有资产流失，全面推进依法治企，加强和改进党对国有企业的领导，做强做优做大国有企业。”意见提出主要目标是到2020年，在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果，形成更加符合我国基本经济制度和社会主义市场经济发展要求的国有资产管理体制、现代企业制度、市场化经营机制，国有资本布局结构更趋合理。2018年8月17日，国企改革“双百行动”正式启动，所谓“双百企业”即“百家实力型企业”与“百家成长型企业”，而双百行动则是围绕“双百企业”进行混合所有制改革、员工持股、完善现代企业制度、薪酬改革等多项改革，以“1+N”政策体系为指导，以前期各个单项试点成果为支撑，全面拓展和应用改革政策、试点经验，形成从“1+N”顶层设计到“十项改革试点”再到“双百行动”梯次展开、纵深推进、全面落地的国企改革新局面。

**公司推进股权激励、子公司混合所有制改革。**2017年公司发布股权激励计划，公司向激励对象授予796.2万份股票期权，激励对象包括公司（含分公司及控股子公司）的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干等（不包括独立董事、监事）共计278人，行权期业绩考核目标为：以2016年业绩为基数，2018/2019/2020年的净利润复合增长率不低于6%/6%/6%，净资产收益率不低于8.3%/8.6%/9.0%，且两项指标不低于同行业平均水平或对标企业75分位值，经济增加值指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA大于零。2016年7月30日公司发布公告，表明针对农业部、财政部联合下发《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》对公司销售经营的影响以及未来的应对策略。通知在“优化强制免疫补助政策”中提到调整疫苗采购和补助方式：对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现养殖场户自主采购、财政直补。养殖场户可根据疫苗使用和效果监测情况，自行选择国家批准使用的相关动物疫病疫苗。中牧股份将在前期已进行的产品、研发、生产基地建设和市场服务提升布局基础上，进一步加大市场化疫苗开拓力度，坚持市场化经销渠道和终端客户双线开发并重，紧盯市场需求，对标先进企业和产品，优化工艺流程，2016年全年市场化口蹄疫疫苗收入增长75.6%。

**图 10：国改重要时间节点概览**



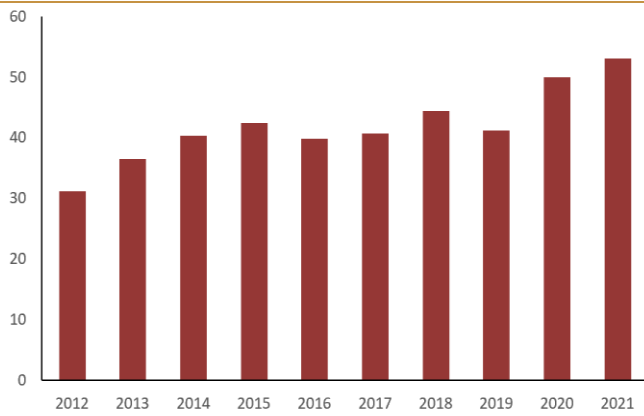
数据来源：公司公告，西南证券整理

2020年10月公司发布公告同意乾元浩实施混合所有制改革，通过北交所公开征集投资方，引进战略投资者，并同步实施员工持股，战略投资方包括中农基金、乾信共赢、中证投资、沃德辰龙、荏平信和、康裕家禽、舟山乾江、晟伟农业，共计出自1.4亿元，占本次增资完成后乾元浩注册资本的18.2%，员工持股平台认缴出资3817.6万元，占本次增资完成后乾元浩注册资本的5%，持股员工共计162人。

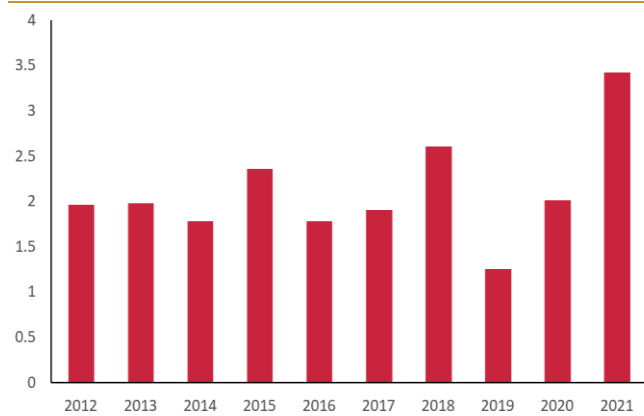
从管理层面看，公司推行任期制和契约化，充分调动员工积极性。2021年11月公司举行企业领导人员任期制契约化签约仪式，完成了胜利生物、乾元浩、中牧连锁等7家法人单位、28位领导人员的任期制和契约化签约工作，逐一签订《岗位聘任协议》、《年度经营业绩责任书》、《任期经营业绩责任书》，未来将按照基本绩效和超额奖励两种方式进行激励，对于考核目标的执行力度会更加严格，在工资总额、收入分配、员工进出等改革上取得突破。同时，积极推进、规范开展公司系统在技术、营销、管理等方面的关键岗位实行市场化选聘和揭榜挂帅，努力把经营高手、管理能手和成本杀手的最大潜能发挥出来。

公司积极开展“一带一路”海外业务。习近平总书记在报告中提到，要推进高水平对外开放，稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放。加快建设贸易强国。营造市场化、法治化、国际化一流营商环境。推动共建“一带一路”高质量发展。公司在贯彻“一带一路”国家战略过程中积极发挥央企作用，通过增加出口产品的品种，逐步进入向周边国家提供疫苗产品的主要生产企业中并参与竞争，部分疫苗及化药产品出口全球60多个国家和地区，2018年公司出口口蹄疫疫苗至越南，2020年出口口蹄疫O型、A型、亚洲I型三价灭活疫苗至巴基斯坦市场。

公司近年来主营利润实现快速增长。将公司扣非后归母净利润减去对联营企业和合营企业的投资收益获得的利润水平成为公司主营利润，自2016年以来在疫苗市场化销售快速发展、公司股权激励逐步推进、混合所有制改革、任期制和契约化不断推广等一系列增强企业经营活力的举措实施后，公司主营利润实现了较为明显的增长，2019年受到非洲猪瘟、兰州厂产能搬迁等因素的影响，主营利润出现下滑，但后续两年恢复态势明朗，21年全年主营利润为3.4亿元，同比增长70%，未来在行业成长空间打开、公司自身竞争优势进一步凸显的情况下，业绩有望节节攀升。

**图 11：2012-2021 中牧股份营收（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 12：2012-2021 中牧主营利润（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2 生药、化药双轮驱动，优质产品广受认可

2022年10月16日中国共产党第二十次全国代表大会在人民大会堂开幕，习近平总书记向大会作题为《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗》的报告。中牧股份作为国有企业，从中学习、整理并明确发展方向，未来或将建设成为世界一流企业，于动保行业板块助力农业强国。

报告中在回顾五年的工作时，习近平同志说，十九大以来的五年，是极不寻常、极不平凡的五年。党中央统筹中华民族伟大复兴战略全局和世界百年未有之大变局，就党和国家事业发展作出重大战略部署，团结带领全党全军全国各族人民有效应对严峻复杂的国际形势和接踵而至的巨大风险挑战，以奋发有为的精神把新时代中国特色社会主义不断推向前进。公司在过去五年的发展历程中，建立了动保龙头的地位，在面对复杂的国际形势或是下游养殖突发疫情的情况等不利因素时，多措并举稳增长，保障动物疫苗、兽药和饲料的市场供应，当好了服务“三农”的国家队、主力军，生药领域推陈出新稳步发展，积极布局化药产业，与头部养殖企业强强联合，前景广阔。

### 3.2.1 生药

**公司口蹄疫产品优质，下游市场认可度高。**公司主打产品欧倍佳为猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株），具有多项优势：1) 抗原谱广，O/MYA98/BY/2010 株是我国目前 O 型流行优势毒株，O/PanAsia/TZ/2011 株对田间泛亚毒株具有良好保护力，Re-A/WH/09 株对 A 型毒 G1 和 G2 分支都具有坚强的保护力，一针含有 3 种疫苗毒株，与流行毒匹配性更好，抗原谱更广；2) 技术国际领先，Re-A/WH/09 株采用反向遗传技术手段定向设计构建获得，该毒株具有高产能、高效力特点；3) 生产工艺国际领先，使用无血清悬浮培养工艺，使用口蹄疫生产工艺的顶尖技术：亲和层析工艺制备；4) 抗原纯度高、副反应小，采用独特的抗原浓缩工艺使疫苗 146S 远高于国内其他企业，可诱导更强、更持久的免疫力，保护效力 $\geq 15$  个 PD50。采用独特的层析纯化技术有效去除 98% 杂蛋白，杂蛋白水平 $\leq 200\mu\text{g}/\text{头份}$ ，内毒素含量 $< 1\text{EU}/\text{ml}$ ，有效降低副反应。

**公司口蹄疫市场苗当前已跻身第一梯队，于下游集团养殖客户中渗透率不断提升，并持续加大开发力度。**在养殖端进入深度亏损区间时，公司为降低资金风险，尽量与账期短、回款能力强、需求相对稳定的规模养殖户进行合作。较散户养殖而言，规模养殖场具有抗风险能力更强以及防疫重视程度更高的特点。在未来的营销策略方面，公司加强对集团客户开发的督办力度，形成生猪养殖集团客户常态化跟踪服务方案，及时研判养殖行情对疫苗需求的影响，通过抓龙头，用大单品深耕终端，组建大单品技术服务工作专班，及时提供专业化的技术服务，进一步加强开发力度。

**在市场苗替代政采苗的趋势下，公司完成营销团队整合，丰富产品矩阵提升市场竞争力。**除加强大集团客户的维持与开发，公司通过直播间和微课堂开展宣传工作，2022 年国际兽医学术会议青年论坛上开展技术讲座，自建“中牧生物 V 课堂”一系列公益讲座提升公司宣传力度。产品方面，除口蹄疫疫苗这一大单品外，畜用疫苗板块拥有丰富产品矩阵，包括针对猪瘟、猪圆环、伪狂犬等疫病的疫苗及联苗。且公司不断研发创新，2021 年公司获得 6 个新兽药注册证书。包括非瘟活疫苗（细胞源）、伪狂犬病活疫苗（Bartha-K61 株）、猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（R98 株）、猪支原体肺炎灭活疫苗（DJ-166 株）等非强制免疫疾病相关产品。通过大单品打开客户渠道后，逐步推动非口蹄疫疫苗销售增长，与优质服务相结合，提高用户粘性。

**表 5：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	猪口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗 (O/rV-1 株+A/rV-2 株)	免疫谱广：对目前流行的 O/Mya98、Cathay、PanAsia、Ind-2001、A/GDMM、A/WH-09、A/AKT-III 等流行毒株均有坚强保护；保护效果好：146S 含量远高于国家标准，加上较低的杂蛋白和内毒素含量，保证了产品极佳的保护效果；行业领先的生产工艺：应用行业领先的无血清悬浮培养工艺、五级深层纯化浓缩工艺，确保了产品的优质品质；可用于净化：该产品匹配相应检测试剂盒，可精准区分疫苗免疫与野毒感染动物，可用于口蹄疫的净化；猪牛羊通用型产品：该产品可适用于猪、牛、羊	
圆梦	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株, II)	采用水佐剂开发的全病毒猪圆环病毒 2 型灭活疫苗；让防疫更轻松，让起效更快速；让抗体更持久，让使用更安全；提高母猪配种率，提高母猪产仔数；提高仔猪日增重，降低猪群死淘率。	
腹康	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗 (HB08 株+ZJ08 株)	区域流行变异毒株、针对当前腹泻疫情；抗原含量超高，免疫效果更佳。	
肺祥	猪支原体肺炎灭活疫苗 (DJ-166 株)	本土毒株；蛋白纯化定量，引领行业新标准；免疫更精准；进口佐剂效果更好；抗原缓释长效，一针可至出栏。	
威联	高致病性猪繁殖与呼吸综合征、猪瘟二联活疫苗 (TJM-F92 株+C 株)	无免疫干扰；威联免疫优于猪瘟、蓝耳单苗免疫效果；免疫荧光技术检测猪瘟含量，更精确、更稳定、更有效；针对流行毒株，更安全有效；一针保护，顺利出栏。	
蓝洁	猪繁殖与呼吸综合征活疫苗 (R98 株)	安全：中国本土自然弱毒株；便捷：通过农业农村部批准认证的可用于滴鼻的蓝耳病活疫苗株；有效：有效激活细胞免疫；工艺：卓越品质，始终如一。	
感绝	猪流感病毒 H1N1 亚型灭活疫苗 (TJ 株)	国内率先上市，欧美养殖业已经普遍应用多年；精选优势流行毒株，经克隆纯化培养，血凝效价、基因序列稳定性俱佳；含高滴度病毒病原，灭活前每毫升病毒含量≥107.0TCID50，血凝效价达 1:1024；采用进口佐剂、先进乳化工艺配置疫苗，实现高效缓释、保护期长达 6 个月；有效阻断各类由猪流感感发的细菌性、病毒性呼吸综合征 (PRDC) 病原，降低成本，提高效益。	

数据来源：公司官网，西南证券整理

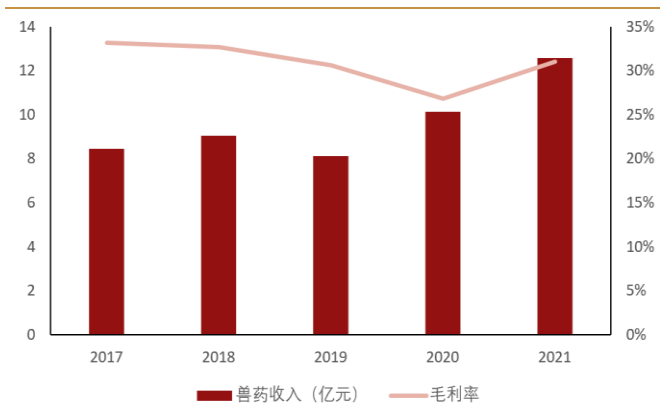
**生药产能持续升级扩张，利用率不断提升，市占率有望提高。**2018年公司发布关于投资兰州生物药厂生产区整体搬迁项目的公告，预计将投资11.7亿元实现兰州生物药厂生产区整体搬迁至兰州市高新区榆中园，突破老产区生产条件限制，显著改善发展环境。项目分为先期建设与余期建设，先期建设包括口蹄疫疫苗生产一车间，检验动物舍，动力中心，污水处理设施，质检楼以及综合楼等配套设施，计划于2020年12月完成建设；余期建设内容包括口蹄疫疫苗生产二车间，非口蹄疫疫苗产品生产一车间、二车间，合成肽及试剂盒生产车间，健康动物舍，原材料及成品库，固废暂存库、化学品库等，及道路绿化配套设施，计划于2020年4月开始建设，2023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

**禽用疫苗主要由子公司乾元浩进行生产销售。**乾元浩为禽流感疫苗龙头企业，未来进行分拆上市业务结构进一步优化。全国拥有禽流感生产资质的生药企业共11家，乾元浩市场占有率领先，是中国最大的禽用疫苗生产企业之一，拥有南京生物药厂、郑州生物药厂、北京生物药厂三个具有国际先进技术水平的GMP生产基地，目前可生产兽用生物制品及诊断试剂60个品种、200余个规格。公司直接持有乾元浩27.2%的股份，2020年底发布公告称拟分拆乾元浩单独上市，分拆后中牧生物制品将聚焦于畜用疫苗，乾元浩则专注于禽用生物制品领域。乾元浩上市有助于公司拓宽融资渠道，业务进一步精细化。2020年12月21日，乾元浩郑州生物药厂获批生产重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N1 Re-11株+Re-12株，H7N9 H7-Re3株），（H5+H7）三价灭活疫苗对当前的分支流行毒株针对性强，保护效果好，是高致病性禽流感疫苗的优势单品。

### 3.2.2 化药

**公司化药产品优质，发展一体化产业链优势。**公司化药业务主要由公司及公司旗下南京药业、中牧生物、中牧安达、内蒙中牧和胜利生物运营。南药拥有一流的按照兽药GMP标准建设的生产车间，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；中牧安达主要进行原料药的生产，内蒙中牧生物主要进行发酵类兽药原料药生产。公司主要产品包括有泰妙菌素、泰万菌素原料药、氟苯尼考原料药、牧乐星、氟欣泰等。中牧股份化药生产技术和产品工艺处于全球领先水平，泰妙菌素、泰万菌素发酵的生产工艺位于国内第一，产品质量超过国际领先同行10%左右，2021年产量为11270吨，销量为10610吨。自“禁抗”政策实施后，中牧加快治疗类、保健类原料药的研发，推进从“饲料添加类”向“预防治疗类”转型，拓展制剂类产品。

**图 13：2017-2021 年化药营收及毛利率**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 14：公司部分化药子公司**



数据来源：公司官网，西南证券整理

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

**表 6：公司部分化药产品简介**

通用名	作用原理	产品图片
牧乐星 (酒石酸泰万菌素预混剂)	酒石酸泰万菌素属于大环内酯类动物专用抗生素，抑制细菌蛋白质的合成，从而抑制细菌的繁殖。其抗菌谱近似于泰乐菌素，如对金葡菌(包括耐青霉素菌株)、肺炎球菌、链球菌、炭疽杆菌、猪丹毒杆菌、李斯特氏菌、腐败梭菌、气肿疽梭菌等均有较强的抗菌作用。本品对其他护生素耐药的革兰氏阳性菌有效，对革兰氏阴性菌几乎不起作用。对败血型支原体 和滑液型支原体具有很强的抗菌活性。细菌对本品不易产生耐药性。	
氟欣泰 (氟苯尼考粉)	氟苯尼考属于酰胺醇类广谱抗生素，属抑菌剂，通过与核糖体 50S 亚基结合抑制细菌蛋白质的合成而发挥作用。对多种革兰氏阳性菌、革兰氏阴性菌有较强的抗菌活性。溶而性巴氏杆菌、多杀性巴氏杆菌和猪胸膜肺炎放线杆菌对氟苯尼考高度敏感。体外氟苯尼考对许多微生物的抗菌活性与甲砜霉素相似或更强，一些因乙酰化作用对酰胺醇类耐药的细菌如大肠杆菌、克雷伯氏肺炎杆菌等仍可能对氟苯尼考敏感。主要用于敏感菌所致的猪、鸡、鱼的细菌性疾病，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牛、猪呼吸系统疾病。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、肠炎菌等引起的鱼类细菌性败血症、肠炎、赤皮病等。	
优复欣 (盐酸多西环素可溶性粉)	四环素类抗生素，多西环素通过可逆性地与细菌核糖体 30S 亚基上的受体结合，干扰 tRNA 与 mRNA 形成核糖体复合物，阻止肽链延长而抑制蛋白质合成，从而使细菌的生长繁殖被抑制。多西环素对革兰氏阳性菌和阴性菌均有抑制作用。细菌对多西环素和土霉素存在交叉耐药性。口服吸收迅速，受食物影响较小，生物利用度高，组织渗透力强，分布广泛，有效血药浓度维持时间长。猪体内蛋白结合率为 93%。用于治疗猪、鸡革兰氏阳性菌、阴性菌引起的大肠埃希菌病、沙门氏菌病、巴氏杆菌病以及支原体引起的呼吸道疾病。	
优普康 (复方阿莫西林粉)	阿莫西林属于 B-内酰胺类抗菌药，具有广谱抗菌作用。抗菌谱及抗菌活性与氨苄西林基本相同，对大多数革兰氏阳性菌的抗菌活性稍弱于青霉素，对青霉素酶敏感，故对耐青霉素的金黄色葡萄球菌无效。对革兰氏阴性菌如大肠埃希菌、变形杆菌、沙门氏菌、嗜血杆菌、布鲁氏菌和巴氏杆菌等有较强的作用，但这些细菌易产生耐药性。对铜绿假单胞菌不敏感。由于其在单胃动物的吸收比氨苄西林好，血药浓度较高，故对全身性感染的疗效较好。适用于敏感菌所致的呼吸系统、泌尿系统、皮肤及软组织等全身感染。阿莫西林对胃酸相当稳定，单胃动物内服后 74%~92%吸收。	

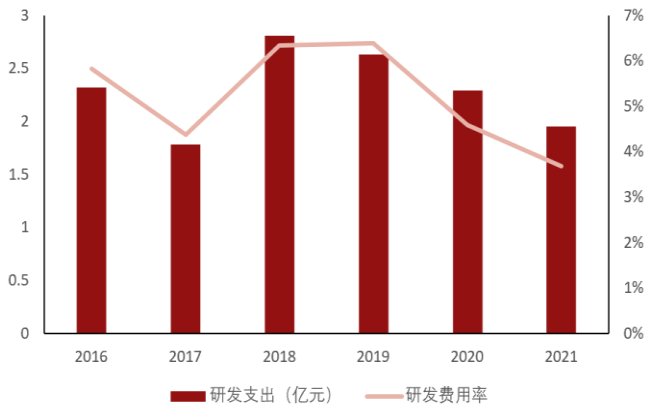
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司与牧原合资成立化药子公司，强强联合，业务发展前景光明。2022年4月12日公司发布公告表示，中牧股份、南京药业、牧原股份拟共计出资1.2亿元设立中牧牧原动物药业有限公司，中牧股份出资5868万元，占比48.9%，牧原股份出资5760万元，占比48%，南京药业占比3.1%，因南京药业为中牧股份全资子公司，中牧股份合计占注册资本52%，中牧牧原为中牧股份控股子公司。成立后将投资建设中牧牧原动物药业有限公司南阳生产基地项目，主要从事兽药生产、兽药经营、兽药研发及技术咨询服务项目，项目共计投入4.7亿元（项目建设资金由中牧牧原注册资金解决，资金不足部分由中牧牧原以自筹资金解决）项目总建设期2年，其中工程建设约1年。我们认为中牧、牧原分别作为动保、养殖的龙头企业，成立合资子公司主要的意义在于：1) 中牧股份与大型养殖企业的合作由以疫苗产品为主逐步拓展成为全品类，双轮驱动优势更为明显，公司不断开拓优质客户，结构不断优化，无惧周期波动，与大客户深度绑定，提升成长性与确定性；2) 以牧原为代表的最高效养殖企业体现出对于化药的需求以及重视程度的提升，新版GMP认证标准将推动落后产能淘汰，养殖企业为控制风险、增强可溯源性而减少动保供应商数量进一步倒逼行业集中度提升，中牧股份作为拥有研发实力、良好的客户合作基础的企业将迎来市占率的迅速提升。

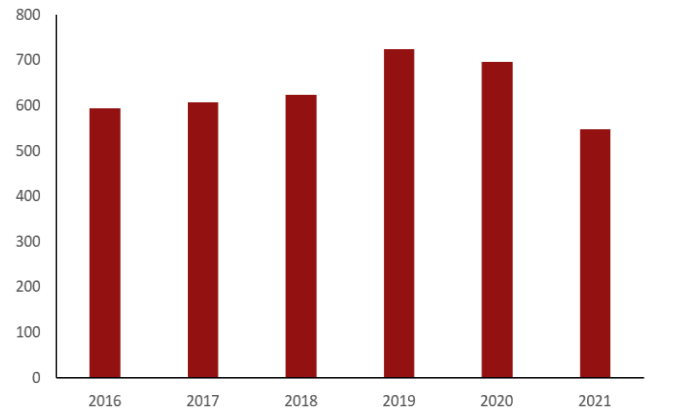
对现有子公司增资，加强大环内酯类药物发展。2021年7月22日，公司发布公告称将增资内蒙古中牧2.5亿元实施大环内酯类创新驱动产业链提升示范项目，内蒙古中牧前期以生产黄霉素预混剂为主营业务，自2007年开始布局泰万菌素生产，在不断提升产品质量，加强技术改造后，于2014年实现扭亏，2015年逐渐实现增盈。泰乐菌素、替米考星、泰万菌素作为大环内酯类药物，附加值高，临床效果好，未来市场增量广阔。本次增资有助于产品质量提高与产能扩张，市场目前尚处于供不应求的状态中，把握先机有助于实现市场份额增长。

### 3.3 注重研发创新，科技为产品根本

公司明确研发创新是企业进步的核心。于二十大报告中，习总书记指出，“要提出并贯彻新发展理念，着力推进高质量发展，推动构建新发展格局，实施供给侧结构性改革，制定一系列具有全局性意义的区域重大战略，我国经济实力实现历史性跃升。国内生产总值从五十四万亿元增长到一百一十四万亿元，我国经济总量占世界经济的比重达百分之十八点五，提高七点二个百分点，稳居世界第二位；人均国内生产总值从三万九千八百元增加到八万一千元。制造业规模、外汇储备稳居世界第一。全社会研发经费支出从一万亿元增加到二万八千亿元，居世界第二位，研发人员总量居世界首位。”而在中牧一路的发展过程中，持续研究更新亦是永恒的主题，研发支出占收入比重与4%-6%左右波动，处于行业中游位置，21年研发费用同比有所减少主要是公司提高研发管理效率所致，全年研发管理费用2732.4万元，同比减少34.8%，研发团队虽人员有所减少，但研发人工成本6733.7万元，同比增长19.7%。

**图 15：2016-2021 研发费用及研发费用率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

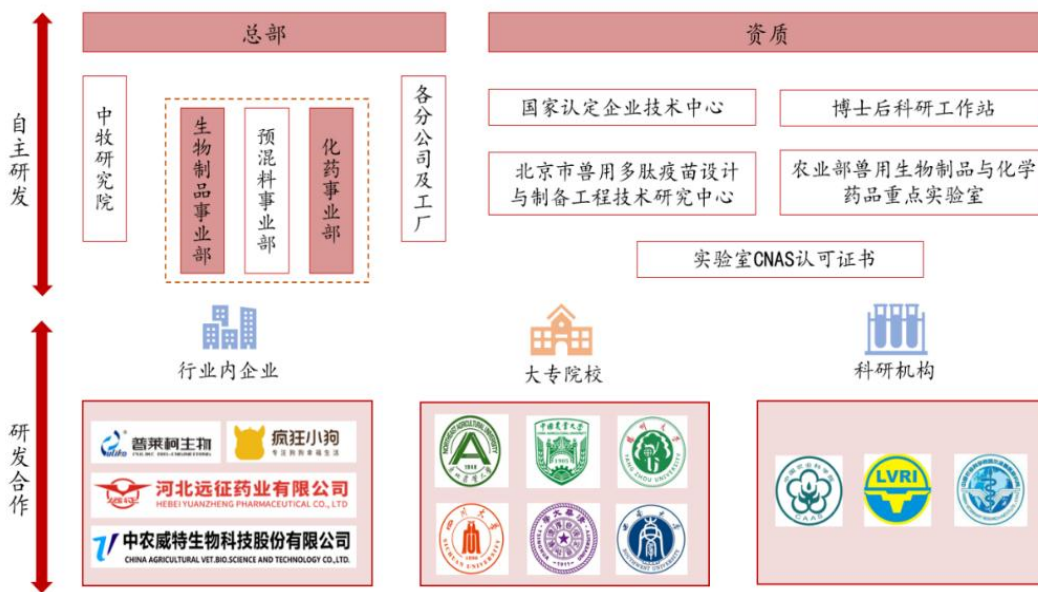
**图 16：研发团队人数（人）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司注重研发，依照市场需求进行产品迭代。**得益于长久研发实力的积淀，21 年公司获得国家科技成果奖一项，一类新兽药一个，二类新兽药一个，三类新兽药四个，授权发明专利 29 项，45 个新兽药产品文号，完成转化成果 12 项。截至 2022 年上半年公司重点在研项目包括：牛口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗的研制与应用（获得新药证书）、猪圆环病毒合成肽疫苗的研制（获得新药证书）、猪乙型脑炎传代细胞活疫苗的研制（获得新药证书及生产文号）、猪塞尼卡谷病毒（SVV）灭活疫苗研制（临床试验）、塞尼卡谷病毒结构蛋白 ELISA 抗体检测试剂盒的研制（新药注册获得质量复核报告）、鸡新城疫（ZM10 株）、传染性支气管炎（H120 株）二联活疫苗研究（获得新药证书）、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（获得生产批准文号）等。

**自主研究与合作研发并行，公司创新能力不断提高。**公司具有国家认定企业技术中心、CNAS 认证等资质，拥有分子生物学实验室、病毒分离室等生物安全实验室，独家开创了口蹄疫疫苗无血清细胞悬浮培养和行业领先的五级深层纯化浓缩工艺，其中五级深层纯化浓缩工艺杂蛋白去除率高达 99.99%，免疫副反应较小。另一方面，按照十九届五中全会对科技创新的指导思想，中牧股份通过创新合作研发机制，建立开放合作、协同推进、利益共享的新机制，构建科企合作共赢新格局。通过新产品新技术的开发、重大技术成果转化、共建科研平台、共同申报国家重大科技项目等方式解决“卡脖子”技术问题和行业发展关键核心技术。院校方面，公司已与 10 余所高校达成合作，通过研发技术、研发平台、科研成果转化、人才培养等方面的合作，助力企业发展。同时，公司设立“中牧股份开放科研课题基金”，与社会研发资源紧密相连，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。

图 17：中牧股份研发平台架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测

假设 1：根据现有生猪与家禽存栏量情况、市场苗替代政采苗趋势，结合当前公司已披露的业绩情况，预计 2022-2024 年公司生物制品销量增速为 10%/15%/12%，对应毛利率分别为 59%/60%/61%，预计 2022-2024 年公司饲料业务销量增速为 -2%/2%/1%。

假设 2：公司发展化药板块，产能扩张，结合当前市场对于疫病防治的需求，预计 2021-2023 年相关产品销量增速为 30%/30%/70%，24 年增速较高主要是因为考虑到中牧牧原子公司化药产能投产，对应毛利率分别为 31%/32%/33%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
生物制品	收入	1428.97	1,571.87	1,807.65	2,024.56
	增速	-0.25%	10.00%	15.00%	12.00%
	毛利率	58.13%	59.00%	60.00%	61.00%
饲料	收入	1101.82	1,079.78	1,101.38	1,112.39
	增速	-1.34%	-2.00%	2.00%	1.00%
	毛利率	18.89%	18.5%	18.5%	18.5%
兽药	收入	1257.01	1,634.11	2,124.35	3,611.39
	增速	24.02%	30.00%	30.00%	70.00%
	毛利率	31.02%	31.00%	32.00%	33.00%
贸易	收入	1450.25	1,522.76	1,568.45	1,584.13

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	2.63%	5.00%	3.00%	1.00%
	毛利率	4.01%	4.00%	4.00%	4.00%
其他	收入	63.51	65.42	68.69	72.12
	增速	180.89%	3.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	84.46%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	5,301.57	5,873.94	6,670.50	8,404.60
	增速	6.06%	10.80%	13.56%	26.00%
	毛利率	29.06%	29.74%	31.27%	32.76%

数据来源：Wind，西南证券

## 5 风险提示

下游养殖业出现疫情；产品销售情况不及预期；汇率及外贸风险等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5301.57	5873.94	6670.51	8404.60	净利润	587.33	624.53	791.62	1108.16
营业成本	3761.02	4126.96	4584.69	5651.00	折旧与摊销	256.02	499.99	510.40	516.09
营业税金及附加	34.27	37.54	42.80	53.85	财务费用	0.27	-11.26	10.59	20.93
销售费用	506.85	558.02	627.03	756.41	资产减值损失	-22.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	329.76	569.77	620.36	773.22	经营营运资本变动	-85.86	-246.40	-81.23	-180.36
财务费用	0.27	-11.26	10.59	20.93	其他	-351.86	-122.29	-119.80	-119.72
资产减值损失	-22.90	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>383.00</b>	<b>744.56</b>	<b>1111.58</b>	<b>1345.10</b>
投资收益	174.41	120.00	120.00	120.00	资本支出	-622.26	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	-0.81	0.00	0.00	0.00	其他	531.69	37.09	143.33	98.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-90.57</b>	<b>27.09</b>	<b>133.33</b>	<b>88.89</b>
<b>营业利润</b>	<b>664.35</b>	<b>712.90</b>	<b>905.05</b>	<b>1269.18</b>	短期借款	25.00	-115.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.86	8.33	8.00	8.00	长期借款	11.92	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>669.21</b>	<b>721.23</b>	<b>913.05</b>	<b>1277.18</b>	股权融资	3.84	0.00	0.00	0.00
所得税	81.88	96.71	121.43	169.02	支付股利	-126.95	0.00	0.00	0.00
净利润	587.33	624.53	791.62	1108.16	其他	-14.22	-40.75	-10.59	-20.93
少数股东损益	73.47	72.05	130.00	196.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-100.41</b>	<b>-155.75</b>	<b>-10.59</b>	<b>-20.93</b>
归属母公司股东净利润	513.86	552.48	661.62	912.16	<b>现金流量净额</b>	<b>192.40</b>	<b>615.90</b>	<b>1234.32</b>	<b>1413.06</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1230.03	1845.93	3080.26	4493.32	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	721.62	816.58	912.81	1151.83	销售收入增长率	6.06%	10.80%	13.56%	26.00%
存货	879.09	910.56	1036.21	1274.17	营业利润增长率	-1.29%	7.31%	26.95%	40.23%
其他流动资产	9.19	112.64	80.09	95.08	净利润增长率	24.11%	6.33%	26.75%	39.99%
长期股权投资	915.83	915.83	915.83	915.83	EBITDA 增长率	4.20%	30.52%	18.68%	26.66%
投资性房地产	27.09	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2740.30	2361.99	1973.27	1578.86	毛利率	29.06%	29.74%	31.27%	32.76%
无形资产和开发支出	748.21	637.70	527.18	416.67	三费率	15.79%	19.01%	18.86%	18.45%
其他非流动资产	165.24	174.07	182.91	191.75	净利率	11.08%	10.63%	11.87%	13.19%
<b>资产总计</b>	<b>7436.61</b>	<b>7775.31</b>	<b>8708.56</b>	<b>10117.51</b>	ROE	10.00%	9.69%	10.94%	13.28%
短期借款	115.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.90%	8.03%	9.09%	10.95%
应付和预收款项	556.48	589.64	661.14	819.74	ROIC	15.66%	15.58%	22.02%	33.96%
长期借款	78.22	78.22	78.22	78.22	EBITDA/销售收入	17.37%	20.46%	21.38%	21.49%
其他负债	813.05	661.08	731.21	873.40	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1562.75</b>	<b>1328.94</b>	<b>1470.57</b>	<b>1771.36</b>	总资产周转率	0.75	0.77	0.81	0.89
股本	1015.61	1021.15	1021.15	1021.15	固定资产周转率	2.60	2.51	3.24	4.90
资本公积	540.90	535.36	535.36	535.36	应收账款周转率	11.20	10.70	11.22	11.67
留存收益	3304.97	3857.44	4519.06	5431.22	存货周转率	4.59	4.47	4.58	4.78
归属母公司股东权益	4913.48	5413.95	6075.57	6987.73	销售商品提供劳务收到现金营业收入	98.17%	—	—	—
少数股东权益	960.37	1032.42	1162.42	1358.42	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5873.85</b>	<b>6446.37</b>	<b>7237.99</b>	<b>8346.15</b>	资产负债率	21.01%	17.09%	16.89%	17.51%
负债和股东权益合计	7436.61	7775.31	8708.56	10117.51	带息债务/总负债	12.36%	5.89%	5.32%	4.42%
					流动比率	2.10	3.30	4.06	4.50
					速动比率	1.45	2.48	3.23	3.68
					股利支付率	24.71%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.50	0.54	0.65	0.89
					每股净资产	5.75	6.31	7.09	8.17
					每股经营现金	0.38	0.73	1.09	1.32
					每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	920.63	1201.63	1426.04	1806.20					
PE	25.69	23.90	19.96	14.47					
PB	2.25	2.05	1.82	1.58					
PS	2.49	2.25	1.98	1.57					
EV/EBITDA	12.88	9.30	6.99	4.72					
股息率	0.96%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn