

中牧股份 (600195)

中牧集团布局禽业务，公司动保业务有望受益！

1、后周期机遇：拨云见日，2024年动保景气度有望提升

2023年下游养殖行业持续亏损影响动保业绩，随着行业产能去化时间增加&出清速度加快，有望带动2024年猪价反转，为动保景气度提升奠定基础。中牧股份作为动保行业领先公司，有望受益于养殖后周期景气度提升。

2、公司动保优势稳固：动保产品线齐全，生药化药双轮驱动

在生物制品方面，公司口蹄疫基础扎实，新品迭出：①口蹄疫产品上，公司对产线进行提档升级，进一步增强产品竞争力，为口蹄疫市场苗突破保驾护航；②公司今年在伪狂犬、猫三联以及牛结节上均有里程碑的突破，新产品迭出。在化药方面，公司产品生产线齐全，并入成都中牧提升竞争力，联合牧原新建厂打开销售空间：①收购成都中牧后将进一步完善化药产品，提升公司化药竞争力；②与行业养殖龙头牧原股份共建生产线，形成上下游有效互补，有望促进各自优势业务领域协同加速发展。

3、中牧集团收购新希望禽相关业务，公司禽动保业务有望受益！

2023年12月，公司股东中国牧工商集团有限公司收购新希望禽相关业务公司（山东中新食品集团有限公司）。该公司前身是新希望禽产业平台，产业涵盖种禽养殖、禽屠宰、调味品加工、禽肉产品销售等。2023年1-8月，中新食品实现营业收入136.32亿元。本次合作，新希望集团与中牧集团两大集团积极建立全面战略合作关系，重点围绕自主知识产权育种、粮食和肉蛋奶保供、农牧产业链建设等领域，开展务实合作。公司作为中牧集团旗下唯一动保上市公司，禽苗优势稳固，重要子公司公司是行业内禽用疫苗产品种类最为丰富的企业之一。公司有望在集团禽产业合作种进一步发挥优势，推动禽相关动保产品销售，为公司创造新的业绩增长点。

4、非瘟疫苗布局领先，进展积极

生猪养殖仍受疫病困扰，行业内对高质量、有效的非瘟疫苗需求再度提振。非洲猪瘟疫苗潜在市场空间较大，有望突破百亿规模。2023年3月公司与中科院生物物理所等联合开发非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗创制研发项目并签订合作合同。截至2023年12月20日，公司已提交了非洲猪瘟亚单位疫苗应急评价申请，目前正由农业农村部组织应急评审中。我们认为，若非洲猪瘟疫苗成功获批，公司有望凭借较为领先的布局获得优势，非洲猪瘟疫苗业务有望带动公司业绩成长。

盈利预测：预计公司2023/24/25年收入61/71/80亿元，同比增长2.79%/16.78%/13.16%；归母净利润5.29/6.52/8.27亿元，同比-3.89%/23.24%/27.00%。**公司动保领先地位优势明确，集团加大禽产业布局有望为公司拓展新销售渠道，非洲猪瘟疫苗布局有望创造公司又一大单品，维持“买入”评级！**

风险提示：重大动物疫情风险；市场竞争风险；汇率异常波动的风险；交易能否顺利实施存一定不确定性；公司经营风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,301.57	5,891.52	6,056.03	7,071.94	8,002.28
增长率(%)	6.06	11.13	2.79	16.78	13.16
EBITDA(百万元)	1,115.40	988.11	951.47	1,092.91	1,305.27
归属母公司净利润(百万元)	513.86	550.07	528.66	651.53	827.44
增长率(%)	22.22	7.05	(3.89)	23.24	27.00
EPS(元/股)	0.50	0.54	0.52	0.64	0.81
市盈率(P/E)	23.57	22.02	22.91	18.59	14.64
市净率(P/B)	2.46	2.29	2.12	1.94	1.78
市销率(P/S)	2.28	2.06	2.00	1.71	1.51
EV/EBITDA	11.66	12.32	11.34	10.44	7.46

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健Ⅱ
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.86元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,021.15
流通A股股本(百万股)	1,021.15
A股总市值(百万元)	12,110.82
流通A股市值(百万元)	12,110.82
每股净资产(元)	5.41
资产负债率(%)	24.71
一年内最高/最低(元)	16.23/10.18

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

陈炼 联系人
chenlian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中牧股份-半年报点评:疫苗业务承压养殖周期，利润实现稳步增长》2023-09-02
- 《中牧股份-公司点评:拟收购成都中牧强强联合，填补剂剂空白、动保板块利润再增厚》2023-08-25
- 《中牧股份-公司点评:拟收购成都中牧，填补剂剂业务空白、增厚企业利润》2023-08-04

内容目录

1. 后周期机遇：拨云见日，2024 年动保景气度有望提升	3
1.1. 2023 年养殖利润走低影响动保行业	3
1.2. 下游产能去化加速，2024 年下游养殖景气度有望回升提振动保销量！	4
2. 公司动保优势稳固：动保产品线齐全，生药化药双轮驱动	5
2.1. 生物制品：新品迭出，产品市场化程度不断提高	5
2.2. 化药：并入成都中牧提升竞争力，联合牧原新建厂打开销售空间	6
3. 中牧集团收购新希望禽相关业务，公司禽动保业务有望受益！	8
3.1. 中牧集团收购新希望禽相关业务，公司禽动保业务有望受益	8
3.2. 中牧集团是公司大股东，公司禽相关动保产品有望受益！	9
4. 非瘟疫苗布局领先，进展积极	10
5. 盈利预测	11

图表目录

图 1：自繁自养头均盈利（元/头）	3
图 2：动保行业与养殖业营收增速对比（%）	3
图 3：动保行业与养殖业利润增速对比（%）	3
图 4：近两年动保个股业绩增速情况梳理	4
图 5：涌益咨询能繁母猪存栏量及环比变化（万头，%）	4
图 6：农业部能繁母猪存栏量及环比变化（万头，%）	4
图 7：公司化药销量及单价	5
图 8：公司生物制品销量及单价	5
图 9：公司生物制药生产基地	5
图 10：公司招标费用及增速	6
图 11：生物制品近年来收入情况（亿元）	6
图 12：2023 年上市/通过应急审批产品	6
图 13：公司化药生产基地	6
图 14：中牧股份新时期的业务发展体系	7
图 15：新希望禽产业链&新希望六和禽产业研究院构成	8
图 16：中牧股份股权结构及部分参控股公司	9
图 17：公司子公司的部分禽产品简介	9
图 18：我国非洲猪瘟疫苗潜在规模测算	10

1. 后周期机遇：拨云见日，2024 年动保景气度有望提升

1.1. 2023 年养殖利润走低影响动保行业

养殖行业亏损周期长&亏损严重。从行业自繁自养头均利润的角度来看，行业自 2021 年 6 月至今已连续经历 3 个深度亏损期，2021 年 6 月至 2021 年 10 月，期间单月最大亏损 559 元/头，平均月度亏损 356 元/头/月，单月及期间平均亏损深度均为历史周期之最。随后短暂盈利 2 个月后又进入新一轮深度亏损期，其亏损深度仅次于 21 年。2023 年 1 月-7 月生猪养殖行业又出现 7 个月的深度亏损（历史周期最大亏损时长为 7 个月），单月最大亏损 337 元/头，平均月度亏损 303 元/头/月，其亏损深度较前两轮亏损期并未明显缩小，8 月实现小幅盈利后目前再度进入亏损状态（8 月头均盈利约 23 元/头，9-10 月头均亏损分别为 35 元/头和 154 元/头）。长期亏损情况下，行业资金状况紧张。

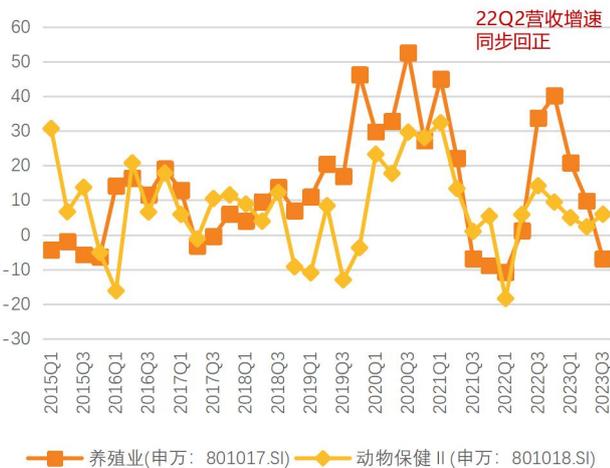
图 1：自繁自养头均盈利（元/头）



资料来源：wind，天风证券研究所

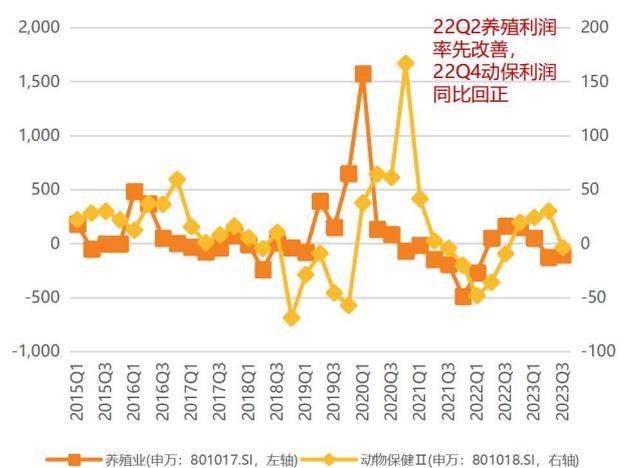
动保板块作为养殖上游，营收、利润增速与养殖板块的营收、利润增速有较强的相关性。复盘来看，2022 年内随着 Q2 猪价快速上行，对应着养殖行业营收、利润同比迅速回正，同时动保板块 22Q4 以后板块利润同比转正。但很快生猪价格再次下跌，并在今年年初以来一直维持在低位震荡，养殖业利润于 23Q2 再度同比转负并持续至今，对应动保后周期业绩承压，板块于 23Q3 重新同比转负。

图 2：动保行业与养殖业营收增速对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：动保行业与养殖业利润增速对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

下游养殖景气度持续低迷带来动保个股业绩承压。梳理来看，A 股上市的主要动保企业从 2022 年以来营业收入&净利润普遍出现 3 个季度的同比下滑，业绩承压已久。

图 4：近两年动保个股业绩增速情况梳理

	同比(%)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	关注点
中牧股份	营收	-12.9	13.8	15.7	26.5	-5.5	-1.8	8.0	•国企改革卓有成效；多资产注入创造业绩弹性；签约中科院亚单位非瘟疫苗递交应急审批有望率先打开非瘟疫苗市场。
	净利润	-17.1	-20.7	-3.0	204.0	4.8	4.5	-10.7	
生物股份	营收	-34.2	-6.5	-6.3	-4.0	6.5	6.8	14.5	•多种非口疫苗结构上升；签约中科院亚单位非瘟疫苗递交应急审批有望率先打开非瘟疫苗市场。
	净利润	-61.7	-48.6	-34.6	101.7	31.8	15.6	46.4	
瑞普生物	营收	-30.2	7.6	24.0	19.5	13.3	6.5	4.3	•禽苗联合圣农打造集团客户合作标杆；宠物板块新品驱动快速增长+猫三联对比有望打开新空间。
	净利润	-37.9	-22.5	5.2	-5.7	11.9	44.1	2.4	
普莱柯	营收	-20.5	-1.2	29.5	44.9	24.6	15.5	-0.2	•集团客户渗透率稳步提升；大单品销售持续增长；降本增效显著；合作兰研所亚单位非瘟疫苗递交应急审批有望率先打开非瘟疫苗市场。
	净利润	-56.8	-44.3	-21.5	205.5	74.5	21.8	28.7	
科前生物	营收	-36.5	-15.5	27.0	-3.8	37.9	32.1	0.9	•圆环、腹泻疫苗等大单品的逐步落地；宠物板块快速布局，中心医院打造中，猫三联对比有望打开新空间；独立研发非瘟活载体、亚单位疫苗双重路径。
	净利润	-46.3	-41.7	24.6	-31.8	49.3	51.6	-4.9	
回盛生物	营收	-34.4	-13.9	30.6	40.4	12.0	14.3	-11.7	•原料药工艺持续优化；和新产能的持续投产与产能爬坡进度；集团客户的持续开拓。
	净利润	-96.8	-88.1	8.1	100.2	634.0	-76.8	-105.1	

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

1.2. 下游产能去化加速，2024 年下游养殖景气度有望回升提振动保销量！

能繁存栏持续下降且有望持续，带动明年猪价反转提振动保行业景气度。产能去化时间长&近期去化幅度边际加速，今年年初至 11 月份，农业部/涌益咨询能繁分别去化 11/9 个月，累计去化 6.6%/9.2%。复盘来看，今年以来行业除 8 月实现小幅盈利以外，其余月份行业均处于亏损状态&猪病阶段干扰，行业产能持续去化，且近期呈现加速趋势。根据农业农村部数据显示，2023 年 1 月-2023 年 11 月，全国能繁母猪存栏量累计去化 6.6%，去化速率边际加快（11 月单月平均去化幅度为 1.2%，1-10 月单月去化幅度均小于 1%）；根据涌益咨询数据显示，2023 年 1 月-2023 年 11 月能繁存栏量累计去化 9.2%，11 月能繁存栏量环比 -1.57%（10 月为 -0.85%）。下游养殖行业去化时间长&去化速度加快，有望带动明年猪价反转，养殖利润有望扭亏为盈。且如上所述，动保行业与养殖行业高度相关。我们认为，随着下游行业景气度提升，有望带动明年动保行业业绩回升，中牧股份作为动保行业中领先公司，有望受益于养殖后周期的景气度提升！

图 5：涌益咨询能繁母猪存栏量及环比变化（万头，%）



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

图 6：农业部能繁母猪存栏量及环比变化（万头，%）

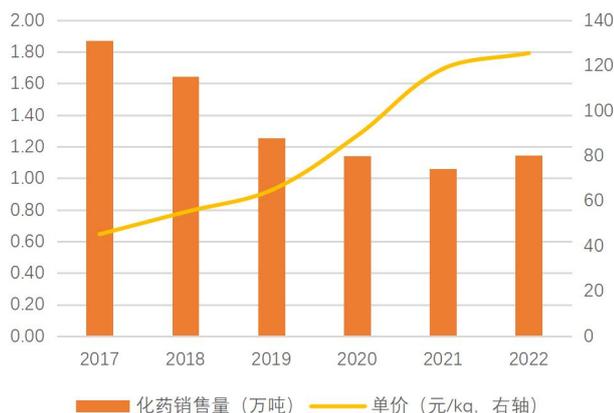


资料来源：农业农村部，天风证券研究所

2. 公司动保优势稳固：动保产品线齐全，生药化药双轮驱动

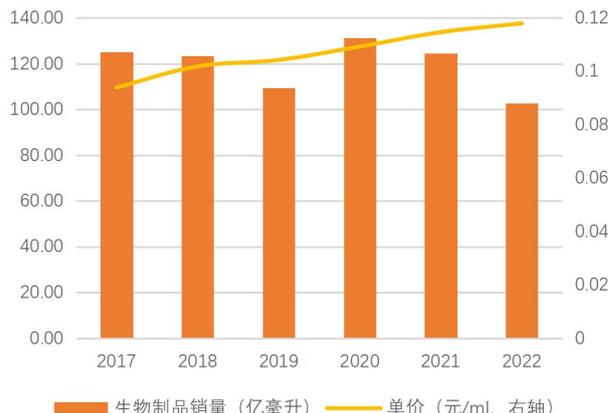
公司生物制品与化药产品涵盖猪用疫苗、禽用疫苗、反刍用疫苗、宠物用疫苗、诊断试剂五类业务，主要品种为高致病性禽流感疫苗、口蹄疫类疫苗、猪圆环病毒灭活疫苗、猪伪狂犬病活疫苗等多类兽用疫苗。2017-2022 年公司化药、生物制品收入分别从 8.46 亿元增长到 14.37 亿元、11.74 亿元增长到 12.13 亿元，分别增长 70%和 3%。从生物制品和化药的销量及销价情况来看，虽然生物制品和化药销售数量均受到下游养殖端景气度影响，但从单价的维度上看，化药在高端化战略指引下近年来也在提升；生物制品单价在近年来稳步提升；2022 年化药和生物制品的单价分别达到 125.43 元/kg 和 0.12 元/ml，分别相比 2017 年提升 178%和 26%。

图 7：公司化药销量及单价



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司生物制品销量及单价



资料来源：wind，天风证券研究所

中牧股份是专业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，在动物保健品和动物营养品领域，公司拥有技术工艺领先、产品品类丰富、保障能力强大的产业集群，共设立了 20 多个生产基地。其中，公司在化药和生物制品领域现有产品线齐全，市场地位稳固。

2.1. 生物制品：新品迭出，产品市场化程度不断提高

公司拥有国内兽用生物制品行业中品种较为齐全、技术装备和工艺先进的 GMP 企业集群，是我国口蹄疫、高致病性禽流感等重大动物疫病疫苗的定点生产企业，目前公司拥有兰州生物药厂、成都药厂、江西生物药厂和中普生物制药生产基地，主要产品有口蹄疫、蓝耳、伪狂犬、圆环、腹泻、乙脑等系列产品。

图 9：公司生物制药生产基地

生产基地	主要产品种类	特点
兰州生物药厂	以各种家畜疫苗为主，共 18 个品种，其中口蹄疫疫苗 8 个，其他家畜疫苗 9 个，诊断制品 1 个	2004 年国内首家以企业整体通过兽药 GMP 验收的企业
成都药械厂	蓝耳苗、猪伪狂活苗、猪细小灭活苗、猪圆环 2 型灭活苗，腹泻联苗等产品	中国农业发展总公司旗下的骨干企业之一
江西生物药厂	年产猪用活疫苗 5 亿头份，犬用疫苗 1000 余万头份，其中猪瘟细胞活疫苗 4 亿多头份，约占全国市场的 1/6	江西省动物疫苗预防控制中心联合打造的动物检测平台，具有较大的对外承接市场服务动物试验能力
中普生物	专业从事口蹄疫疫苗的研发、生产和技术服务，是农业部八大口蹄疫疫苗定点生产企业之一	目前主要由中牧、普莱柯等企业联营
乾元浩	主要从事禽苗生产销售，拥有南京生物药厂、郑州生物药厂、北京生物药厂三家；目前可生产兽用生物制品及诊断试剂近 60 个品种、200 多个规格，年生产动物疫苗近 200 亿羽（头）份	我国禽流感疫苗定点生产企业

资料来源：公司官网，乾元浩官网，天风证券研究所

技术优势打造产品细分龙头。公司在合成肽疫苗研发方面具有显著技术优势，通过该技术，

公司于 2014 年、2016 年、2017 年先后自主开发了猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗及牛口蹄疫 O 型、亚洲 1 型二价合成肽疫苗等新兽药产品，并在 2022 年 6 月，公司通过审核并获得了口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗，猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗和猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗的兽药产品批准文号。**另外，兰州生物药厂提档升级，助力公司口蹄疫产品再上新台阶。**随着新车间在硬件和软件上的升级、优化，兰州生物药厂口蹄疫疫苗的品质有着很大程度的提升，在市场苗逐步普及的未来，公司的口蹄疫疫苗优势有望更加凸显。

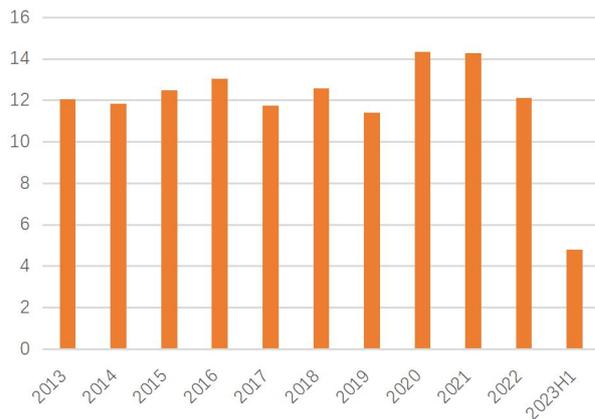
先打后补政策下，基于公司产品优势，积极拥抱市场转型，市场苗占比稳步提升中。在先打后补的政策下，公司的生物制品收入基本维持稳定在一定程度上反映出公司政采疫苗产品贡献收入占比下降，市场化程度不断提高。从招标费用来看，中牧股份 2022 年招标费用为 321 万，近年来招标费用呈现低水平的趋势，也再次印证市场苗占比提升逻辑。

图 10：公司招标费用及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 11：生物制品近年来收入情况 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

新产品、新出路，打造公司生物制品新的利润增长点。公司除了口蹄疫疫苗外，还在不断拓展其他疫苗产品，在猪用产品上，公司在今年上市了中牧伪安（变异株猪伪狂犬病 gI/gE 双基因缺失灭活苗）；另外在新赛道上，公司今年还分别通过了猫三联灭活疫苗和牛结节性皮肤病灭活疫苗的应急评价，为公司在除猪用疫苗领域外开拓新的利润增长点。

图 12：2023 年上市/通过应急审批产品

产品	状态	特点	产品展示
猫三联灭活疫苗	通过应急评价，获得生产批准	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗 (HB106株+CHZ05株+PSY01株) 为公司自主研发产品，同时采用全悬浮培养及浓缩纯化等先进生产工艺，产品质量稳定可靠。	/
牧结康	已上市	牛结节性皮肤病为牛全身性感染疫病，最显著特征为全身皮肤出现结节病变，给牛业养殖造成比较严重的损失。牛结节性皮肤病灭活疫苗可有效预防牛的结节性皮肤病。该产品是我国第一个获批的用于紧急预防牛结节性皮肤病的疫苗产品。	
中牧伪安	已上市	使用猪伪狂犬病灭活疫苗 (JS-2012-ΔgI/gE株)，免疫后中和抗体产生快，抗体值高，免疫力持久，免疫持续期为6个月，对变异毒株和传统毒株的攻击均可产生完全保护。	

资料来源：公司公告、中牧生物微信公众号，天风证券研究所

2.2. 化药：并入成都中牧提升竞争力，联合牧原新建厂打开销售空间

公司以抗生素原料药及制剂产品为主，主要产品涵盖多个品类，产品主要包括泰妙菌素、恩拉霉素、泰万菌素等畜禽用类抗生素。中牧股份在多个兽用抗生素的发酵技术及兽药制剂的研发技术达到领先水平。

图 13：公司化药生产基地

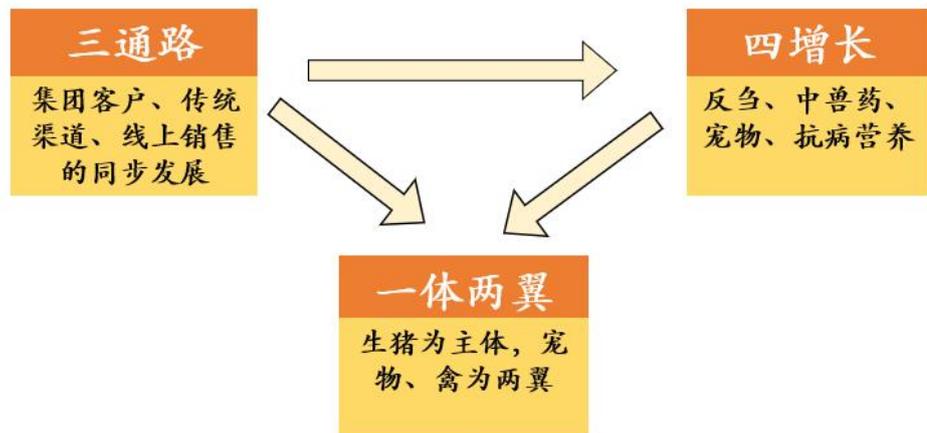
生产基地	主要产品种类	特点
胜利生物	黄霉素、泰妙菌素、海南霉素、莫能菌素	名列全国兽用原料药生产企业前十名，泰妙菌素、黄霉素产销量全球领先
中牧安达	合成类兽药原料药及制剂(氟苯尼考、替米考星、乙酰甲隆、地美硝唑、尼卡巴嗪)	集科研、开发、生产和销售于一体，年生产各类兽药原料药及制剂5000余吨
中牧黄冈厂	酒石酸泰万菌素预混剂、氟苯尼考粉、替米考星预混剂等	湖北省大型兽药生产企业
南京药业	氟欣泰、优复欣、牧乐磺	具有国内先进的、自动化程度高的生产装备以及精密的检测仪器
内蒙中牧	泰万菌素、黄霉素	发酵类兽药原料药生产基地
中牧全药	乳房炎治疗药品(头孢唑肟乳房注入剂)	与日本全药工业株式会社共同出资成立的合资企业
成都中牧	种类涵盖宠物兽药、大动物(猪牛羊)药、禽用药，产品从制剂类型又可分为兽用水针注射液、兽用粉针注射剂、兽用粉散制剂、兽用消毒剂产品	产品全，旗下有近300个产品品种；研发实力强，与多所大学搭建产学研平台

资料来源: wind, 公司官网, 公司公告, 天风证券研究所

另外，公司成功收购成都中牧实现强强联合，有望进一步提升公司兽药的行业竞争力。从产品结构上看，成都中牧品种众多、剂型齐全、产能规模大，其共有兽药品种 274 个，兽药产品批文 267 个，发明专利证书 30 余项，注册商标 60 余项，14 个产品剂型，16 条生产线，对动保类产品覆盖度较广。在此次重组后，中牧股份和成都中牧有望实现四个一体化优势互补，即“预防治疗一体化”、“疫苗化药一体化”、“原料制剂一体化”、“市场资源一体化”，实现强强联合。此外，在粉针剂、水针剂等品种上有效补充了中牧股份的业务短板，产品线将进一步丰富，市场影响力有望将进一步提升。

在重组后，公司坚定向着实现“一体两翼”、“三通路”、“四增长”的业务目标迈进。所谓“一体两翼”，即生猪为主体，宠物、禽为两翼。“三通路”，即集团客户、传统渠道、线上销售的同步发展，以传统渠道覆盖的中小散户为基础，大力发展集团业务和线上销售定制产品，实现差异化；“四增长”指的是反刍、中兽药、宠物、抗病营养等几个业务要在未来几年保持较高复合年增长率。

图 14: 中牧股份新时期的业务发展体系



资料来源: 天风农业调研资料, 天风证券研究所

联合成立中牧牧原，化药业绩高增量待释放。中牧股份及其全资子公司南京药业与牧原股份共同出资，设立合资公司中牧牧原（河南）生物药业有限公司，主要从事兽药生产、兽药经营、兽药研发及技术咨询等服务工作。截至 2023 年 4 月，中牧牧原项目首栋建筑封顶，标志着中牧牧原生物药业生产项目取得阶段性成果。若后续进展顺利，预计 2024 年内有望看到业绩释放。

公司兽用化药研发有望持续深化，与牧原深度合作进一步打开销售空间。公司兽用化药积累深厚，拥有泰妙菌素、泰万菌素原料药、氟苯尼考原料药、牧乐星、氟欣泰等主要产品。公司全资子公司南京药业拥有一流的按照兽药 GMP 标准建设的生产车间，具有国内先进的生产装备以及精密的检测仪器，研发生产具有专业化、规模化优势，产品品质优异。此

次公司与产业链下游龙头企业牧原合作，有望持续促进公司研发深化，进一步打造公司高端兽药产品线。若按照牧原股份化药开支 30-40 元/头，基于牧原股份 2024 年 7300 万头的出栏量预期计算，仅牧原股份一家大约可贡献 22-29 亿元的化药市场空间，为中牧牧原带来较好的营收空间，同时合资双方作为行业龙头在上下游形成有效互补，有望促进各自优势业务领域协同加速发展。

3. 中牧集团收购新希望禽相关业务，公司禽动保业务有望受益！

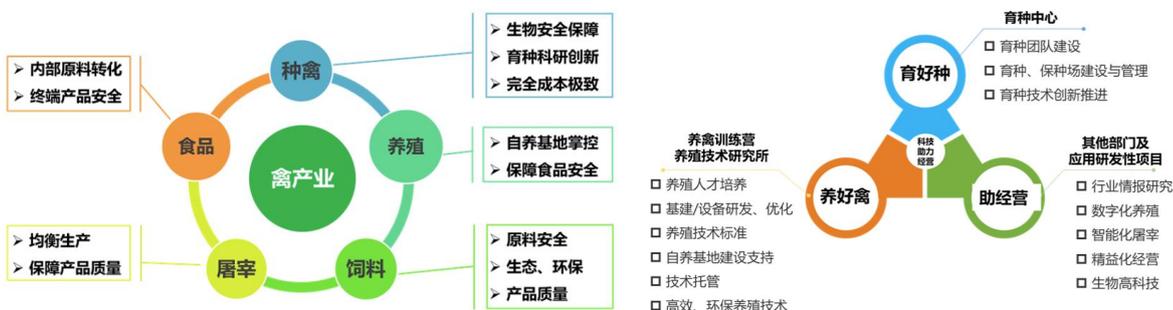
3.1. 中牧集团收购新希望禽相关业务，公司禽动保业务有望受益

中牧集团完成重组中新食品，布局禽相关业务。根据新希望 12 月 15 日公告，新希望拟将旗下子公司山东中新食品集团有限公司 51% 股权出售给中国牧工商集团有限公司（即“中牧集团”），本次交易金额合计 27 亿元。本次交易完成后，中牧集团成为中新食品的控股股东。2023 年 12 月 26 日，交易各方签署了《股权转让协议》。截至 2023 年 12 月 29 日，中牧集团完成重组中新食品。

前身是新希望禽产业，中新食品禽业务基础扎实。中新食品前身是新希望的禽产业 BU，负责公司禽产业链运营工作，产业涵盖种禽养殖、禽屠宰、调制品加工、禽肉产品销售等，中新食品在 2022 年的中国冷冻鸭肉市场占比达到 10-15%，旗下有 14 个“一体化”业务单元，业务覆盖华东、华北、东北、中原、华中等禽肉核心消费区，是一个完整的“饲料-育种-养殖-屠宰-加工”产业集群。

- 2017 年，公司首个三层立体网养肉鸭场在新希望六和嘉祥分公司建成，经过四批次近百万的养殖试验证明此种模式高效可行，此后成为行业主推模式。
- 为解决传统人工出鸭用工难用工荒、效率低、伤残率大、费用高等问题，禽产业研究院养殖技术研究所历经两年研制出一套自动出鸭系统，效率提升了 150%，费用降低了 60%，伤残降低了 80%。
- 2020 年，研究院联合内外部兄弟单位共同建设了新希望六和数字化养殖系统，养殖场所有生产、经营数据上云形成大数据中心，通过数据挖掘不断优化经营、管理模式，同时在养殖场配套数据自动采集与设备自动控制系统，数字智能养殖替代传统经验养殖！
- 截至 2023 年 8 月 31 日，中新食品净资产为 15.93 亿元。2023 年 1-8 月，中新食品实现营业收入 136.32 亿元，净利润 584.19 万元。

图 15：新希望禽产业链&新希望六和禽产业研究院构成



资料来源：新希望六和招聘公众号，天风证券研究所

我们认为，中新食品禽产业链布局完整，区域布局广泛，业务基础较为扎实，有望增强中牧集团在白羽肉禽业务方面的实力，并为集团内部其他产业创造业务协同。

3.2. 中牧集团是公司大股东，公司禽相关动保产品有望受益！

本次合作两大集团有望建立更深的联系，集团内部公司有望受益。本次合作，中牧集团及其大股东中国农发集团拥有深厚的产业资源和强大的产业发展愿景，股权转让后，中新食品将在中牧集团平台下，依托两方股东的资源、帮助与支持，继续做好经营，给两方股东带来积极正向的回报。双方还将共同联手，在现有产业基础上，整合资源，进一步提升行业地位和产业能力。中国农业发展集团有限公司和新希望控股集团有限公司将签署战略合作协议，积极建立全面战略合作关系，重点围绕自主知识产权育种、粮食和肉蛋奶保供、农牧产业链建设等领域，开展务实合作，互相推动、支持和促进双方在以上农业产业领域深度合作发展。

公司是中牧集团旗下唯一动保上市公司。中国牧工商集团有限公司（即“中牧集团”）是中牧股份大股东，截至 2023 年三季报，中牧集团持有公司 49.37% 股权。中国农业发展集团有限公司是中牧集团大股东，持有中牧集团 100% 股权。

图 16：中牧股份股权结构及部分参控股公司



资料来源：wind，天风证券研究所（数据截止 2023Q3 末）

公司禽苗优势稳固，有望在集团禽产业合作种进一步发挥优势。公司拥有国内兽用生物制品行业中品种较为齐全、技术装备和工艺先进的 GMP 企业集群，是我国高致病性禽流感疫苗的定点生产企业。公司旗下乾元浩为在国家防控禽流感、鸡马立克氏病、口蹄疫等重大动物疫病过程中做出突出贡献，旗下拥有南京生物药厂、郑州生物药厂、北京生物药厂等 GMP 生产基地。乾元浩致力于禽类传染病防治，主营业务为禽用生物制品研发、生产、销售及技术服务，主要产品为多品种的禽用疫苗及少量畜用疫苗。

图 17：公司子公司的部分禽产品简介

<p>重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N6 H5-Re13 株+H5N8 H5-Re14 株+H7N9 H7-Re4 株)</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 1、免疫应激小、疫苗吸收快； 2、抗体上升高且维持时间长； 3、预防 H5 亚型和 H7 亚型禽流感。 	<p>鸭坦布苏病毒病灭活疫苗 (HB 株)</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 1、对各个阶段的种鸭、蛋鸭、番鸭和商品肉鸭，均有良好的保护效果； 2、免疫原性优良的 HB 株经高倍浓缩，免疫效力强； 3、病毒经灭活，避免对脑、脾造成损伤引发免疫抑制和排毒感染，安全性高。 	<p>鸡马立克氏病鸡痘疹病毒活疫苗 (FC-126 株)</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 1、FC-126 毒种为来源于火鸡的血清 III 型病毒，对鸡只完全无致病力，安全性高；全部采用 SPF 鸡胚生产，严格杜绝 27 种外源病原污染； 2、无需液氮存放，运输、保存和使用方便； 3、质量稳定可靠，性能优良。
<p>重组新城疫病毒、禽流感病毒 (H9 亚型) 二联灭活疫苗 (A-VII 株+WJ57 株)</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 1、A-VII 株可减少活苗免疫或感染后排毒，有利于环境净化；WJ57 株与 H9 流行株高度同源，对国内流行毒株能提供较好的同源保护； 2、产蛋期免疫对产蛋率无影响，无明显副反应； 3、A-VII 株较传统 La Sota 株产生抗体更早且抗体高 2-3 个梯度，保护率高。 	<p>鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型)、传染性法氏囊病四联灭活疫苗 (La Sota 株+M41 株+SZ 株+V2 蛋白)</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 1、对当前流行的新城疫、传支、流感 H9 和法氏囊均有良好保护； 2、不仅诱导机体产生体液免疫，还能诱导产生强烈的细胞免疫，免疫效力强； 3、使用更安全，避免病毒对法氏囊造成损伤引起免疫抑制。 	<p>鸡马立克氏病活疫苗 (CVD98/Rispens 株)</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 1、国内最早引进的低代次、免疫原性优良毒株； 2、先进的外源病毒检测手段确保疫苗纯净性； 3、质量稳定，安全可靠，精控每批产品有效抗原含量。
<p>鸡传染性鼻炎 (A 型+B 型+C 型) 三价灭活疫苗</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 1、防控范围广，保护鸡只免受 A/B/C 型鼻炎菌株的侵害； 2、免疫后鸡只应激小； 3、抗原含量高，提供较高的持续性保护。 	<p>鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型) 三联灭活疫苗 (La Sota 株+M41 株+WD 株)</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 1、通过先进的浓缩、纯化、乳化工艺提升产品在品质； 2、采用先进工艺，制备的疫苗颗粒细腻均匀，保证了免疫后抗体产生快、抗体水平高，维持时间长； 3、提升产品在品质，降低免疫副反应，产品免疫效果好。 	<p>鸡新城疫低毒力活疫苗 (ZM10 株)</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 1、分离肉鸡肠道的嗜菌型毒株，脑内致病指数 (ICPI) 为 0.27-0.33，毒力低，免疫反应小；可用于出口标准的肉鸡养殖场； 2、适用于任何日龄的各种鸡群进行接种，又可用于加强免疫； 3、可采用喷雾、滴鼻、饮水等多种方式进行免疫； 4、免疫后可以在肠道、呼吸道同时复制，迅速诱导产生循环抗体和黏膜保护抗体 IgA，发挥良好的局部及全身保护作用；干扰野毒能力强，能有效抵抗新城疫病毒的侵害。
<p>鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型) 二联灭活疫苗 (La Sota 株+F 株)</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 1、高倍浓缩技术辅以精准配方，提高有效抗原含量，诱导产生更高更持久的保护抗体； 2、通过抗原超速浓缩、纯化等工艺，将应激降至最低，安全性高； 3、采用低温乳化技术，保证抗原不损失，疫苗颗粒均匀、剂型稳定，诱导抗体快而均匀。 	<p>鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型) 四联灭活疫苗 (La Sota 株+M41 株+AV-127 株+S2 株)</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 1、S2 株具有良好的免疫原性； 2、免疫后无明显副反应，吸收良好； 3、通过先进的浓缩、纯化、乳化工艺提高有效抗原含量，进一步提升产品在品质，降低免疫副反应，产品免疫效果好。 		

资料来源：乾元浩招股书，天风证券研究所

公司子公司乾元浩是行业内禽用疫苗产品种类最为丰富的企业之一，可生产兽用生物制品及诊断试剂近六十个品种、200 多个规格（数据截至 2022 年 6 月末），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，包括单价苗、多价苗、多联苗和多联多价苗。乾元浩也是禽流感灭活疫苗、鸡马立克氏病活疫苗领域龙头企业。2019 年-2021 年，乾元浩在高致病性禽流感政府采购市场的中标省份数量排行第一，在国产马立克疫苗行业市场批签发批数排行第一。

我们认为，公司作为中牧集团旗下唯一动保上市公司，子公司禽动保产品储备丰富、行业地位领先，在中牧集团与新希望集团加强合作的过程中，有望进一步发挥公司动保领先优势，推动禽相关动保产品销售，为公司创造新的业绩增长点。

4. 非瘟疫苗布局领先，进展积极

生猪养殖仍受疫病困扰。根据天风农业 150+ 问卷调查结果显示，目前行业疫病情况复杂，养殖端约 54% 反馈当前育肥场和母猪场疫病情况均较为严重，且约 59% 反馈疫病严重程度超去年同期。我们认为，疫病的存在使得行业内对高质量、有效的非瘟疫苗需求再度提振；此外非洲猪瘟疫苗技术路径重要性突出，亚单位疫苗具有显著突出的安全性，值得重点关注。

非洲猪瘟疫苗潜在市场空间较大，有望突破百亿规模。① 非瘟显著提升养殖场物资、人力等压力，未来保护率高安全性好的非瘟疫苗预计市场需求依然广阔。综合单价与免疫频率的中性预计，我们预计非洲猪瘟市场苗的潜在规模有望达 100 亿元以上；② 非洲猪瘟疫苗大概率采用市场定价方式销售，定价预计应高于圆环、口蹄疫等疫苗市场价。

图 18：我国非洲猪瘟疫苗潜在规模测算

市场苗：潜在市场规模 (亿元)		疫苗单价 (元/头份)			
		15	20	25	30
免疫频率 (次/年)	1	101	134	168	201
	2	201	268	336	403
	2.5	252	336	419	503
	3	302	403	503	604

资料来源：wind，天风证券研究所

公司已在非洲猪瘟疫苗方面布局。2023 年 3 月公司董事会通过了《关于联合开发“非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗创制”研发项目并签订技术开发（合作）合同的议案》，同意公司与中科院生物物理所、中科院武汉病毒所和广东蓝玉联合开发非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗创制研发项目并签订合作合同。非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗创制项目已在病毒结构解析、抗原结构解析、免疫抗原设计和纳米颗粒疫苗技术等方面取得了创新性突破，并在疫苗安全性、有效性等方面具备较为充分的基础数据。公司积极参与该重大动物疫病产品的研究开发，进一步推动创新技术在动物疫苗领域的应用。对于技术成果知识产权，公司享有该产品相应知识产权，及在监测期内和监测期外的生产权和销售权。截至 2023 年 12 月 20 日，公司已提交了非洲猪瘟亚单位疫苗应急评价申请，目前正由农业农村部组织应急评审中。我们认为，若非洲猪瘟疫苗成功获批，公司有望凭借较为领先的布局获得优势，非洲猪瘟疫苗业务有望带动公司业绩成长。

5. 盈利预测

考虑公司下游生猪养殖行业 2023 年相对低迷,且生猪价格较低的情况或延续到 2024 年上半年,我们调整公司 23/24 年的预估业绩,此前预计公司 2023/24/25 年收入 63/73/83 亿元,归母净利润 6.29/7.92/8.53 亿元。

现调整为**预计公司 2023/24/25 年收入 61/71/80 亿元,同比增长 2.79%/16.78%/13.16%;归母净利润 5.29/6.52/8.27 亿元,同比-3.89%/23.24%/27.00%。公司动保领先地位优势明确,集团加大禽产业布局有望为公司拓展新销售渠道,非洲猪瘟疫苗布局有望创造公司又一大单品,维持“买入”评级。**

风险提示:

1、重大动物疫情风险。

非瘟疫情点状散发会持续影响养殖业,饲料企业之间的竞争更加剧烈,需要制定更加精细的销售策略,为客户提供个性化的技术服务,同时继续加大网络销售模式,保证稳定的市场份额。

2、市场竞争风险。

兽药行业的头部企业的竞争态势日益激烈,公司需要根据产业发展的新趋势、新要求,市场竞争态势的新情况、新特点,加快完善和优化产业布局,不断提升自身的综合实力。公司将充分利用自身的研发、服务、品牌优势,针对养殖行业管理模式及需求变化,为养殖业从业者提供综合解决方案,巩固和提升企业竞争优势。

3、汇率异常波动的风险。

国际形势的超预期变化可能对人民币汇率产生较大影响,汇率异常波动给公司把握饲料原料的采购时机、合理控制成本,以及产品出口业务带来风险,进而影响利润空间。公司将加强市场跟踪,加强形势研判,把握采购时机,合理控制成本。

4、交易能否顺利实施存一定不确定性。

截至 2023 年 12 月 26 日,新希望与中牧集团的交易已经完成交易对方中牧集团及其股东中国农业发展集团有限公司有权机构的审议批准,尚需通过国家市场监督管理总局的经营者集中审查。

5、公司经营风险。

如未来公司产品的质量管理工作出现纰漏导致公司产品出现质量问题,公司存在声誉受损、面临索赔或受到兽药主管部门行政处罚的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,230.03	875.16	2,708.93	2,254.20	3,773.73	营业收入	5,301.57	5,891.52	6,056.03	7,071.94	8,002.28
应收票据及应收账款	633.92	1,153.00	327.36	1,440.62	559.94	营业成本	3,761.02	4,619.50	4,645.47	5,410.62	6,018.25
预付账款	53.34	155.83	153.87	268.09	233.43	营业税金及附加	34.27	35.44	37.80	44.13	49.34
存货	879.09	1,062.40	1,544.22	1,611.97	1,998.98	销售费用	506.85	378.34	387.59	480.89	544.15
其他	43.55	41.92	1,018.01	347.57	1,315.11	管理费用	329.76	339.15	351.25	424.32	480.14
流动资产合计	2,839.93	3,288.32	5,752.39	5,922.46	7,881.20	研发费用	162.57	143.27	151.40	198.01	224.06
长期股权投资	915.83	794.41	794.41	794.41	794.41	财务费用	0.27	(6.45)	(15.47)	(28.31)	(35.04)
固定资产	2,464.58	2,678.27	2,476.17	2,274.07	2,071.97	资产/信用减值损失	(27.12)	(13.75)	(25.00)	(21.79)	(20.98)
在建工程	275.72	260.81	260.81	260.81	260.81	公允价值变动收益	(0.81)	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	748.21	734.86	668.02	601.18	534.35	投资净收益	174.41	189.93	180.00	290.00	330.00
其他	192.33	180.73	195.18	213.28	203.10	其他	(304.00)	(415.98)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4,596.67	4,649.08	4,394.59	4,143.75	3,864.63	营业利润	664.35	622.07	652.99	810.49	1,030.39
资产总计	7,436.61	7,937.41	10,146.98	10,066.21	11,745.83	营业外收入	6.60	6.02	10.00	5.00	5.00
短期借款	115.00	265.40	100.00	105.00	110.25	营业外支出	1.74	1.56	10.00	1.49	1.61
应付票据及应付账款	413.48	388.22	127.94	503.30	232.27	利润总额	669.21	626.53	652.99	814.01	1,033.78
其他	665.02	620.05	3,069.90	2,042.32	3,359.10	所得税	81.88	76.02	78.36	105.82	134.39
流动负债合计	1,193.50	1,273.67	3,297.84	2,650.62	3,701.61	净利润	587.33	550.51	574.63	708.19	899.39
长期借款	78.22	34.22	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	73.47	0.44	45.97	56.65	71.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	513.86	550.07	528.66	651.53	827.44
其他	133.25	130.87	54.06	53.96	53.01	每股收益 (元)	0.50	0.54	0.52	0.64	0.81
非流动负债合计	211.47	165.09	54.06	53.96	53.01						
负债合计	1,562.75	1,595.88	3,351.90	2,704.58	3,754.62	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	960.37	1,045.67	1,082.45	1,127.77	1,178.14	成长能力					
股本	1,015.61	1,021.15	1,021.15	1,021.15	1,021.15	营业收入	6.06%	11.13%	2.79%	16.78%	13.16%
资本公积	540.90	567.90	567.90	567.90	567.90	营业利润	-1.29%	-6.36%	4.97%	24.12%	27.13%
留存收益	3,304.97	3,700.66	4,123.59	4,644.81	5,224.02	归属于母公司净利润	22.22%	7.05%	-3.89%	23.24%	27.00%
其他	52.01	6.15	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	5,873.85	6,341.53	6,795.08	7,361.63	7,991.20	毛利率	29.06%	21.59%	23.29%	23.49%	24.79%
负债和股东权益总计	7,436.61	7,937.41	10,146.98	10,066.21	11,745.83	净利率	9.69%	9.34%	8.73%	9.21%	10.34%
						ROE	10.46%	10.39%	9.25%	10.45%	12.14%
						ROIC	14.64%	11.65%	10.01%	15.48%	15.64%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	21.01%	20.11%	33.03%	26.87%	31.97%
净利润	587.33	550.51	528.66	651.53	827.44	净负债率	-17.65%	-8.73%	-32.42%	-21.87%	-41.87%
折旧摊销	256.02	267.88	268.94	268.94	268.94	流动比率	2.10	2.30	1.74	2.23	2.13
财务费用	9.16	13.37	(15.47)	(28.31)	(35.04)	速动比率	1.45	1.56	1.28	1.63	1.59
投资损失	(174.41)	(189.93)	(180.00)	(290.00)	(330.00)	营运能力					
营运资金变动	(357.44)	(826.78)	926.91	(1,428.00)	837.08	应收账款周转率	8.90	6.59	8.18	8.00	8.00
其它	62.34	(37.15)	45.97	56.65	71.95	存货周转率	6.68	6.07	4.65	4.48	4.43
经营活动现金流	383.00	(222.10)	1,575.01	(769.19)	1,640.37	总资产周转率	0.75	0.77	0.67	0.70	0.73
资本支出	828.51	327.88	76.81	0.10	0.96	每股指标 (元)					
长期投资	115.24	(121.43)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.50	0.54	0.52	0.64	0.81
其他	(1,034.32)	(373.18)	103.19	289.90	329.04	每股经营现金流	0.38	-0.22	1.54	-0.75	1.61
投资活动现金流	(90.57)	(166.73)	180.00	290.00	330.00	每股净资产	4.81	5.19	5.59	6.10	6.67
债权融资	36.65	134.95	199.83	166.10	(181.03)	估值比率					
股权融资	(110.23)	(197.12)	(121.08)	(141.64)	(269.82)	市盈率	23.57	22.02	22.91	18.59	14.64
其他	(26.83)	118.64	0.00	0.00	0.00	市净率	2.46	2.29	2.12	1.94	1.78
筹资活动现金流	(100.41)	56.47	78.75	24.47	(450.84)	EV/EBITDA	11.66	12.32	11.34	10.44	7.46
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	15.01	16.76	15.81	13.84	9.39
现金净增加额	192.02	(332.35)	1,833.76	(454.73)	1,519.53						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com