

中牧股份(600195)

报告日期: 2023 年 02 月 22 日

老牌国企动保劲旅，国改再提速

——中牧股份深度报告

投资要点

- ❑ **历史悠久的国企动保品牌，国改激发活力。**公司经过 80 多年的发展，成为一家业务涉及生物制品、兽用化药、饲料和贸易四大板块的综合性动保龙头，公司旗下多款产品的市占率处于行业领先水平。公司作为中国农发展旗下的动保业务平台，其政采口蹄疫苗、高致病性禽流感疫苗产销量和市场占有率始终保持行业靠前的位置。近年公司也积极推动国企改革，充分释放企业经营活力。2021 年公司实现营收和归母净利润分别为 53.0 亿和 5.1 亿元，保持稳定增速成长。
- ❑ **短期需求向好，集中度提升和政采退出后市场扩容利好龙头。**动保作为后周期板块，其业绩受下游景气度影响，随着畜禽养殖盈利不断好转，动保产品需求也逐渐向好。政策上新版 GMP 提高行业门槛，“减抗”要求下低质小微企业将逐步退出市场，强制免疫疫苗也将在 2025 年年底前逐步全面停止政府招标采购，市场苗的替代将提高整个生物制品市场空间，具备研发、产品和服务能力的龙头充分受益。
- ❑ **积极推动招采苗向市场苗的转变，生物制品有望提速。**公司旗下疫苗产品丰富，其中口蹄疫苗及高致病性禽流感苗市占率位于市场前列，2021 年生物制品实现营收 14.3 亿元，保持稳定增长。公司近年积极推动市场化战略调整以应对未来招采苗的全面退出，稳步推进大单品战略并致力于开发集团客户，政采苗销量占比正不断降低，销售均价也逐步提升，市场化转变取得积极效果，未来生物制品有望提速。
- ❑ **产品优化+多举措增产能，化药继续保持高增长。**自“减抗”、“替抗”政策实施以来，公司积极调整兽用化药板块产品结构，陆续推出了多款治疗用化药，助力公司化药业务的高质量发展。另外公司通过新建产线替换老产线，与下游养殖企业牧原股份通过股权合作的形式新建生产基地，公司的出口业务也保持较高增速，将助推化药业务的快速发展。
- ❑ **盈利预测与估值**
公司作为背靠央企的老牌动保国企，我们认为有以下几个基本面的改善：一是国企改革持续推进，将充分释放公司经营活力。二是动物疫苗市场苗的不断发力，生物制品的增长有望提速。三是化药业务新工厂和新产线已投入运行，“替抗”背景下产品逐步高端化，加上出口业务继续提高助力，化药继续保持较高增速。
- ❑ **预计公司 2022/23/24 年分别实现每股收益 0.54/0.65/0.74 元/股。**公司历史平均估值在 28X 左右，由于公司国企改革推进中经营活力的激发与市场苗占比的逐步提升，化药新厂的投产，我们认为公司增速有望提升，因此给予公司 2023 年归母净利润 30X 估值，公司合理市值为 199.2 亿元，目标价为 19.5 元/股，给予“买入”评级。
- ❑ **风险提示**
1)下游景气度恢复不及预期；2)行业竞争加剧；3)公司新品推广不及预期。

投资评级：买入(首次)

分析师: 孟维肖
 执业证书号: S1230521120002
 mengweixiao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.79
总市值(百万元)	15,102.78
总股本(百万股)	1,021.15

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5302	5799	6480	7083
(+/-) (%)	6.06%	9.39%	11.74%	9.30%
归母净利润	514	550	664	752
(+/-) (%)	0.33%	7.12%	20.62%	13.22%
每股收益(元)	0.51	0.54	0.65	0.74
P/E	29.23	27.29	22.62	19.98

资料来源: 浙商证券研究所

http://www.stocke.com.cn

1/28

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 我们预计公司 2022/23/24 年分别实现营收 57.99/64.80/70.83 亿元，同比增长 9.39%/11.74%/9.30%；实现归母净利润 5.50/6.64/7.52 亿元，同比增长 7.12%/20.62%/13.22%。

2) 预计公司 2022/23/24 年分别实现每股收益 0.54/0.65/0.74 元/股。公司历史平均估值在 28X 左右，由于公司国企改革推进中经营活力的激发与市场苗占比的逐步提升，化药新厂的投产，我们认为公司增速有望提升，因此给予公司 2023 年归母净利润 30X 估值，公司合理市值为 199.2 亿元，目标价为 19.5 元/股，给予“买入”评级。

● 关键假设

1)生物制品。随着 2023 年下游养殖端景气度提升，免疫积极性增长，养殖企业对疫苗需求及价格敏感性均向好，疫苗产品销售恢复增长。预计生物制品 2022/2023/2024 年营业收入分别为 16.31/19.38/21.87 亿元，增速分别为 14.16%/18.83%/12.80%。受益于市场苗占比的提升，毛利率分别恢复为 57.13%/57.18%/57.43%。

2)兽用化药。下游畜禽养殖景气度开始回暖将提升养殖户对化药产品的使用，另外，新产能爬坡完成，2023 年销售量及毛利率均恢复增长。2022/2023/2024 年营业收入分别为 13.30/14.37/16.27 亿元，增速分别 5.80%/8.08%/13.18%。毛利率分别 29.02%/31.02%/32.02%。

3)饲料及贸易。饲料和贸易业务在下游需求提升下均保持稳定增速，饲料业务 2022/2023/2024 年营业收入分别为 12.21/13.14/14.08 亿元，增速分别为 10.82%/7.61%/7.18%，毛利率分别 19.68%/19.03%/19.40%。贸易业务 2022/2023/2024 年营业收入分别为 15.53/17.25/17.93 亿元，增速分别为 7.10%/11.10%/3.95%，毛利率分别 3.96%/4.05%/4.06%。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为中牧股份作为国企，经营活力不及同行民企，近年增速较低，其竞争优势主要来自政府招采苗，在“先打后补”以及政采将全面退出市场的背景下，其竞争优势将大幅削弱。但我们认为这几方面均出现积极变化，公司已经发起推动国企改革，推出股权激励和旗下子公司混改，将充分释放公司经营活力。近年积极推动市场化战略调整以应对未来招采苗的全面退出，稳步推进大单品战略并致力于开发集团客户，政采苗销量占比正不断降低，销售均价也逐步提升，市场化转变取得积极效果。化药业务方面随着新产线的投入运行，“替抗”背景下产品逐步高端化，加上出口业务继续提高助力，化药继续保持较高增速，公司未来增速有望再次加速。

● 股价上涨的催化因素

1)下游对动保产品需求大幅提升；2)公司市场化推进超预期

● 风险提示

1)下游景气度恢复不及预期；2)行业竞争加剧；3)公司新品推广不及预期。

正文目录

1. 中牧股份：历史悠久的国企动保企业	6
1.1 发展历程：历史悠久的动保厂商	6
1.2 央企背景，国企改革进行时	8
1.3 财务概况：营收利润稳定增长	9
2. 动保行业：短期景气复苏，中长期成长可期	10
2.1 短期：下游养殖业景气复苏，动保销售转好	10
2.2 中长期：强免苗招采退出与集中度提升，龙头企业成长优势明显	11
3 公司分析：国企综合性动保品牌，市场化改革助力腾飞	15
3.1 动物疫苗：政采苗龙头的市场化蜕变	15
3.2 兽用化药：多品类化药布局，内生+合作拓展产能	19
3.3 饲料与贸易：动物营养品发挥协同效应	22
4 盈利预测与估值	24
4.1 关键假设与盈利预测	24
4.2 估值与投资建议	25
5 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 中牧股份四大业务板块及主要产品品牌.....	7
图 3: 公司组织架构.....	7
图 4: 公司股权结构 (截至 2022 中报)	8
图 5: 公司营收整体保持增长态势 (亿元)	9
图 6: 公司归母净利润呈周期性波动 (亿元)	9
图 7: 公司收入结构 (%)	10
图 8: 公司毛利率和净利率 (%)	10
图 9: 公司不同业务毛利率 (%)	10
图 10: 公司归母净利润呈周期性波动 (亿元)	10
图 11: 公司毛利率与猪价呈正相关.....	11
图 12: 生猪养殖盈利有望恢复 (元/头)	11
图 13: 白羽肉鸡养殖盈利有望恢复 (元/只)	11
图 14: 国内兽药市场规模不断增长 (亿元)	12
图 15: 国内兽药市场结构 (%)	12
图 16: 猪用强免苗占比逐渐减小.....	13
图 17: 禽用强免苗占比逐渐减小.....	13
图 18: 2018 年生猪养殖 TOP10 占比 8.06%	13
图 19: 2021 年生猪养殖 TOP10 占比 17.20%	13
图 20: 散养户和规模户防疫支出比较 (元)	14
图 21: 新版 GMP 提高行业门槛	15
图 22: 动保大企业数量持续提升 (家)	15
图 23: 生物制品收入稳定增长 (万元)	15
图 24: 公司与同行生物制品毛利率比较.....	15
图 25: 公司生物制品销售量及均价情况.....	16
图 26: 公司招采苗占比逐渐下降.....	16
图 27: 公司生物制品生产基地.....	16
图 28: 各厂家的口蹄疫苗产品数 (2021 年)	17
图 29: 2021 年口蹄疫苗批签发占比.....	17
图 30: 2017-2021 年各企业禽流感 H5 产品批签发总数	17
图 31: 乾元浩营业收入 (万元)	18
图 32: 乾元浩净利润 (万元)	18
图 33: 公司化药收入持续增长 (万元)	20
图 34: 公司与同行化药毛利率比较.....	20
图 35: 公司兽用化药销量及价格.....	20
图 36: 牧原股份生猪上市量 (万头)	22
图 37: 中牧股份控股中牧牧原.....	22
图 38: 公司出口收入持续增长 (万元)	22
图 39: 出口业务与国内业务毛利率对比.....	22
图 40: 饲料业务收入 (万元) 及毛利率.....	23
图 41: 饲料销量 (万吨) 及增速.....	23
图 42: 贸易业务收入 (万元) 及毛利率.....	23

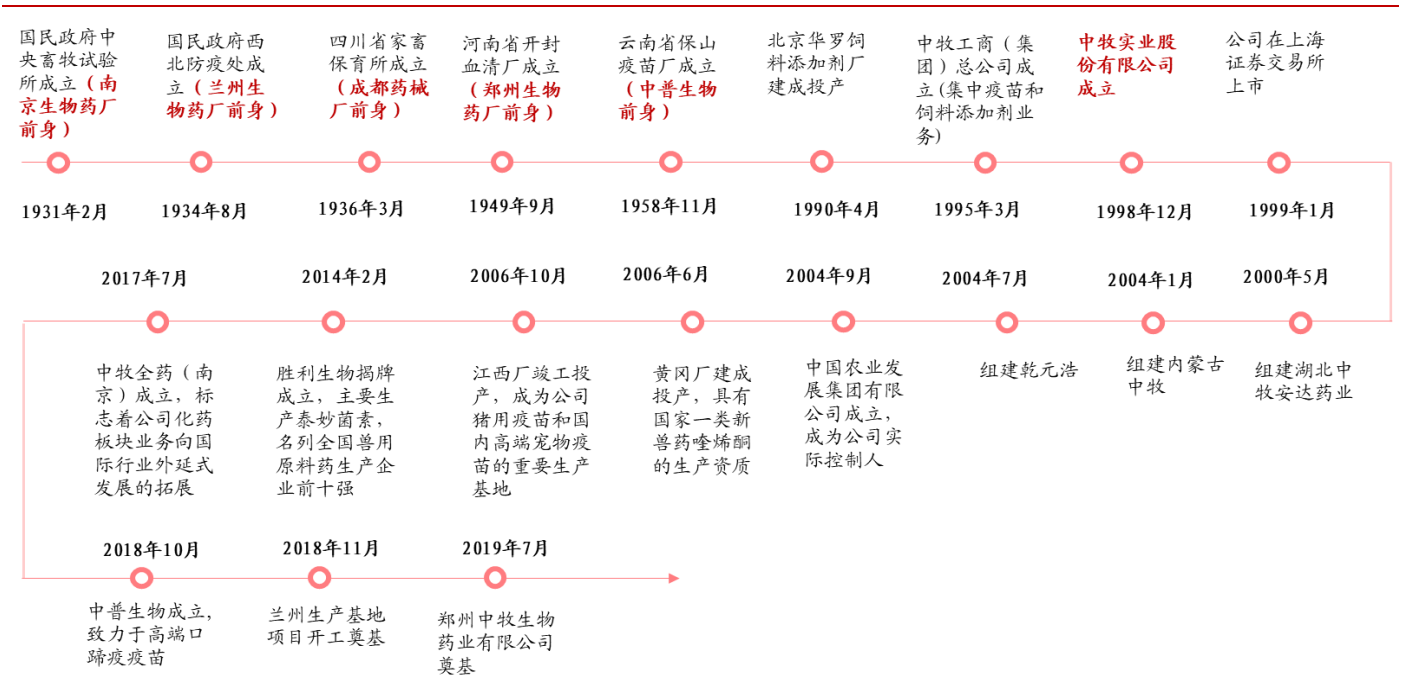
图 43: 贸易业务销量(万吨)及增速	23
图 44: 饲料产品主要为预混料	23
图 45: 贸易产品主要为动植物蛋白和氨基酸	23
图 46: 公司盈利预测(亿元)	24
图 47: 公司历史估值	25
表 1: 公司多款产品的市占率处于行业领先水平	8
表 2: 公司国企改革事件	9
表 3: 动物强免疫苗相关政策	12
表 4: 公司口蹄疫苗产品(含中普生物)	18
表 5: 乾元浩两大核心产品市场地位	19
表 6: 公司新获疫苗产品情况	19
表 7: “减抗替抗”化药新产品不断推出	21
表 8: 公司化药生产基地	21
表 9: 公司与可比公司估值(2023/2/21)	25
表附录: 三大报表预测值	27

1. 中牧股份：历史悠久的国企动保企业

1.1 发展历程：历史悠久的动保厂商

悠久的历史，全面布局动保及添加剂。公司前身可以追溯于 1931 年至 1958 年先后成立的五家生物药厂，1999 年北京华罗饲料添加剂厂建成投产，后以这 6 家为基础成立了中牧工商总公司，主要开展生物制品和饲料添加剂业务。在 2000 年公司组建湖北中牧安达，开始布局兽用化药业务，至此公司已布局动物疫苗、兽用化药及饲料添加剂业务板块。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

发展至今，公司主营业务涉及生物制品、兽用化药、饲料和贸易四大板块：

生物制品：主要有畜用疫苗、禽用疫苗和宠物用疫苗以及诊断试剂等，公司生物制品产品种类丰富，主要包括口蹄疫类疫苗、猪圆环病毒灭活疫苗、猪伪狂犬病活疫苗，狂犬病灭活疫苗、高致病性禽流感疫苗及其他各类常规兽用疫苗产品和诊断制剂。**主要参与主体包括中普生物、乾元浩、中牧智合以及另外4家生药厂。**

兽用化药：包括兽药制剂和兽药原料药，主要产品有泰妙菌素、泰万菌素原料药、氟苯尼考原料药、牧乐星、氟欣泰等。**主要参与主体有山东胜利生物、湖北中牧安达、兰州中牧、内蒙中牧等。**

饲料及饲料添加剂：主要以复合维生素和预混料为主，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。公司“华罗”品牌在饲料添加剂领域具有一定的知名度。**主要参与主体有成都华罗、中牧华罗等。**

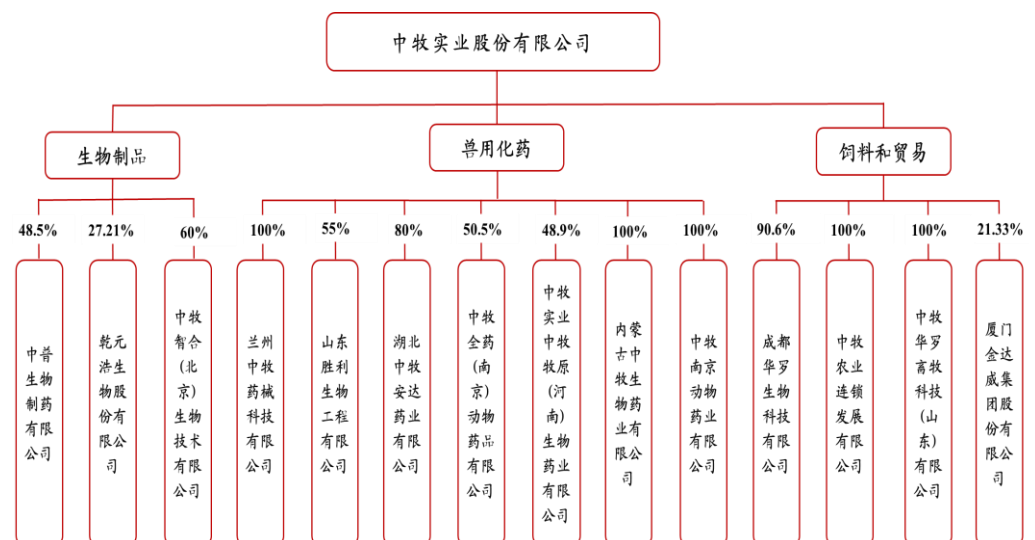
贸易业务：主要是玉米及玉米副产品、豆粕、鱼粉和赖氨酸等饲料原料及饲料添加剂的贸易，贸易业务下游客户主要为国内较大规模的饲料生产厂和养殖场，公司开展贸易业务一方面是为客户提供配套服务，同时通过贸易业务形成采购的规模效应，降低饲料业务的成本。

图2：中牧股份四大业务板块及主要产品品牌



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图3：公司组织架构



资料来源：Wind、浙商证券研究所

公司多款产品的市占率处于行业领先水平。根据公告，2017 年公司生物制品板块猪瘟类疫苗、乙脑疫苗等产品市场占有率均位居首位，化药板块隆烯酮预混剂、乙酰甲喹及喹乙醇原料药市场占有率均达到 40% 以上，均排名第一；复合维生素产品市场占有率为 18%，仍位居国内第二位。根据年报信息，2018 年至今公司政采口蹄疫苗、禽流感疫苗产销量和市场占有率始终保持行业靠前的位置。

表1: 公司多款产品的市占率处于行业领先水平

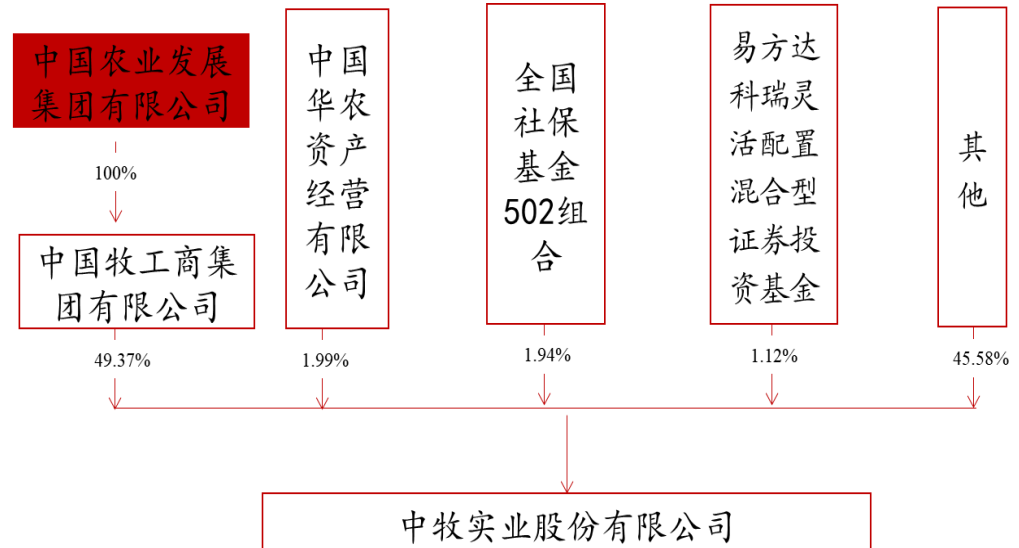
产品		2018Q1		2017		2016		2015		2014	
		市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名
生物制品	禽流感疫苗	24%	1	18%	2	22%	1	23%	1	23%	1
	CV1988	20%	2	20%	2	20%	1	22%	2	12%	2
	口蹄疫疫苗	22%	1	22%	1	23%	1	25%	1	24%	1
	猪瘟类疫苗	21%	1	28%	1	26%	1	19%	1	19%	1
	乙脑疫苗	34%	1	37%	1	24%	1	20%	1	-	
饲料板块	复合维生素	18%	2	18%	2	18%	2	18%	2	18%	2
	预混料	2%	9	2%	9	2%	9	1%	9	1%	8
化药板块	喹烯酮预混剂	29%	1	44%	1	60%	1	30%	1	35%	1
	牧乐星系类产品	22%	2	35%	2	65%	1	40%	2	20%	2
	喹乙醇原料药	28%	2	80%	1	67%	1	65%	1	65%	1
	乙酰甲喹	27%	2	44%	1	33%	2			-	
	黄霉素	55%	1	55%	1	45%	1	60%	1	-	

资料来源: 中牧股份 2016 年公开发行公司债券跟踪信用评级报告, 浙商证券研究所

1.2 央企背景，国企改革进行时

公司实际控制人为央企中国农业发展集团有限公司。截至 2022H1，中国牧工商集团有限公司持股比例达到 49.37%，是公司第一大股东，中国农业发展集团有限公司 100%控股中国牧工商集团，为公司实际控制人。

图4: 公司股权结构（截至 2022 中报）



资料来源: Wind、浙商证券研究所

国企改革稳步进行，积极释放经营活力。2015 年 8 月，中共中央、国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，从推进国有企业改革、完善现代企业制度、完善国有资产管理体制等七方面提出国有企业深化改革要求。公司顺应国改趋势，2017 年股权激励计划落地，强化公司对优秀人才的吸引力，有效提高核心员工的积极性；2018 年纳入国改“双百企业”，并成立中普生物，市场化发展机制逐步深入，释放运营活力；2020 年为所属子公司乾元浩成功引入战略投资者，实现增资 1.4 亿元。通过系列市场化改革，公司充分释放经营活力。

表2: 公司国企改革事件

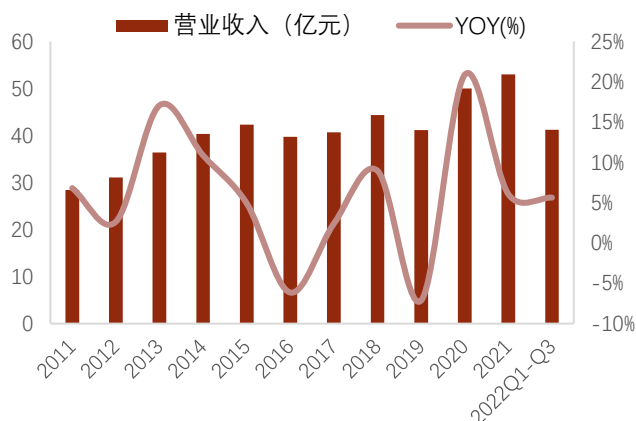
时间	关键事件
2017 年	推出股权激励计划, 激励对象包括公司(含分公司及控股子公司)的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)骨干等(不包括独立董事、监事)共计 278 人, 向激励对象授予 796.2 万份股票期权;
2018 年	携手普莱柯成立中普生物, 纳入国改“双百企业”;
2020 年	为子公司乾元浩成功引入战略投资者, 实现增资 1.4 亿元, 并同步引入员工持股计划;
2020 年	控股子公司胜利生物实施混合所有制改革, 引进战略投资者, 并同步实施员工持股

资料来源: 公司公告、浙商证券研究

1.3 财务概况: 营收利润稳定增长

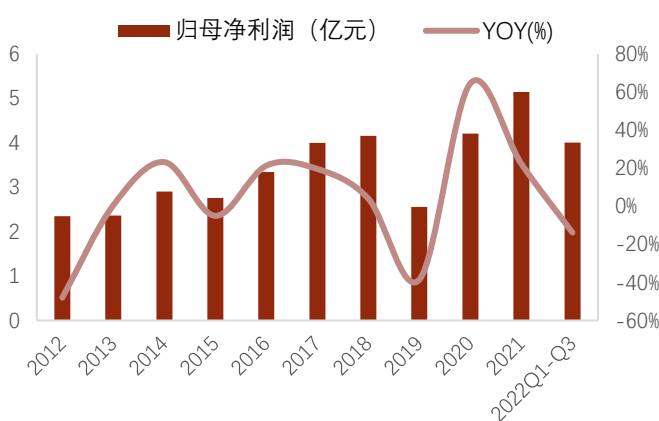
营收整体保持增长, 利润有周期性波动。2016 年公司进一步严控经营风险, 调整贸易业务; 2017 年猪瘟和高致病性猪蓝耳疫苗退出招采, 公司政府招采产品收入有所下滑; 2018 年公司生物制品市场化销售实现较快增长, 化药业务国内国外市场同步发力, 收入增长明显; 2019 年受非洲猪瘟疫情冲击, 下游猪苗需求下降, 公司业绩明显承压; 2020 年以来下游养殖景气带动动保产品需求回暖, 公司收入和利润强势修复。2021 年下半年以来, 下游生猪养殖亏损叠加存栏减少影响药苗需求, 公司业绩增速有所放缓, 2022 年前三季度公司实现营收 41.25 亿元, 同比增长 5.63%; 实现归母净利润 4.00 亿元, 同比下降 13.82%。

图5: 公司营收整体保持增长态势(亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图6: 公司归母净利润呈周期性波动(亿元)



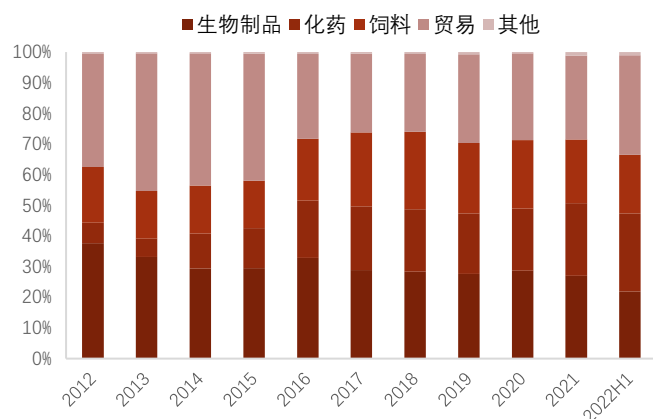
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

四大业务收入占比相当。2016 年贸易业务营收占比明显减少, 2017-2021 年期间, 四大业务板块的营收占比相对稳定, 上下波动幅度较小。2022 年上半年生物制品收入受累养殖亏损下滑明显, 收入占比有所下滑, 2022H1 生物制品、化药、饲料和贸易收入占比分别为 21.92%、25.41%、19.09%、32.48%。

生物制品贡献主要毛利。对比公司不同业务盈利能力发现, 生物制品毛利率常年保持在 50-60% 的高位, 因此贡献超过 50% 的毛利; 化药业务毛利率近几年有所上升并维持在 30% 左右, 贡献 20-25% 左右毛利; 饲料业务主要原材料玉米、豆粕近几年涨价明显, 饲料毛利率有所下滑, 2021 年贡献约 14% 的毛利。

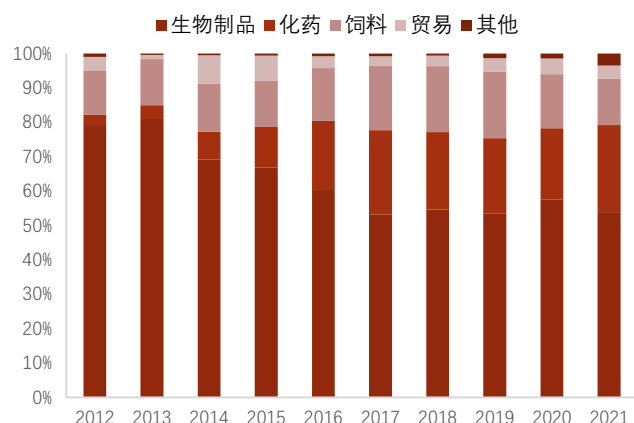
2022 年盈利能力有所下滑。2022 年上半年下游养殖亏损影响防疫积极性, 三季度下游扭亏为盈, 但动保产品的需求修复依然缓慢, 公司采取“让利不让市场”的营销策略, 在行业低迷期保持市场份额, 整体毛利率有所下滑。2022 前三季度公司毛利率 21.70%, 同比下降 6.59pcts。

图7: 公司收入结构 (%)



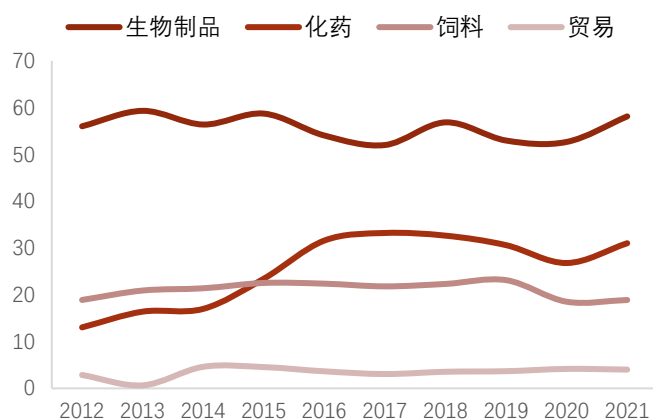
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图8: 公司毛利率和净利率 (%)



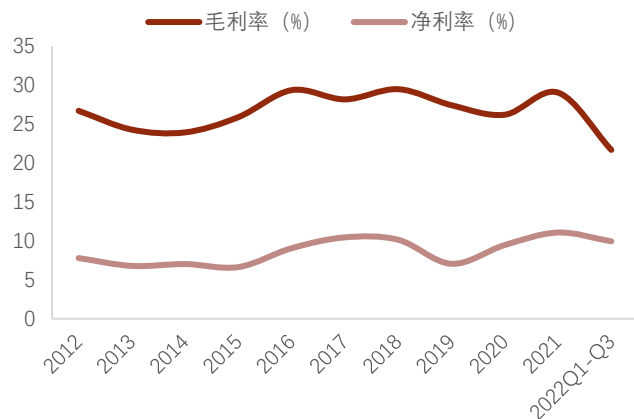
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图9: 公司不同业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图10: 公司归母净利润呈周期性波动 (亿元)



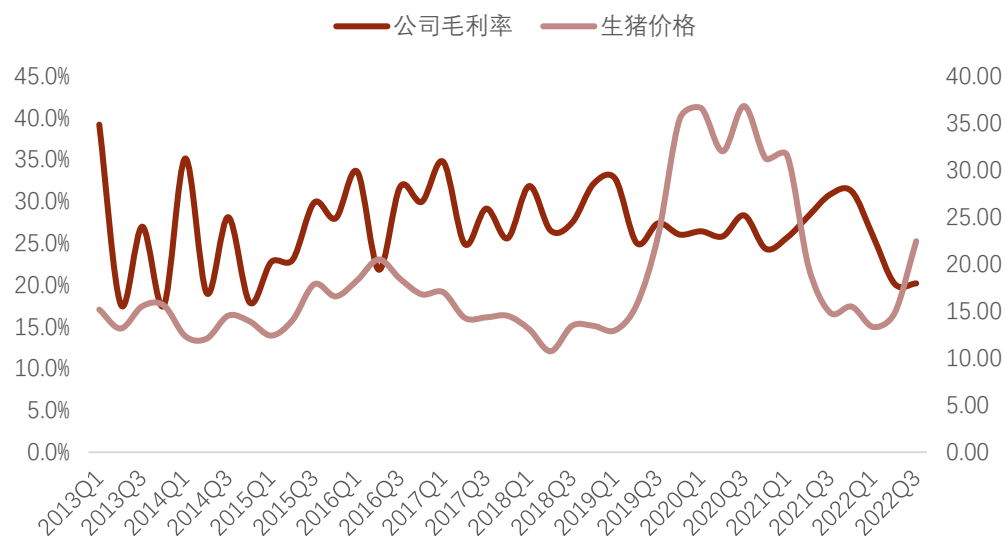
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

2. 动保行业: 短期景气复苏, 中长期成长可期

2.1 短期: 下游养殖业景气复苏, 动保销售转好

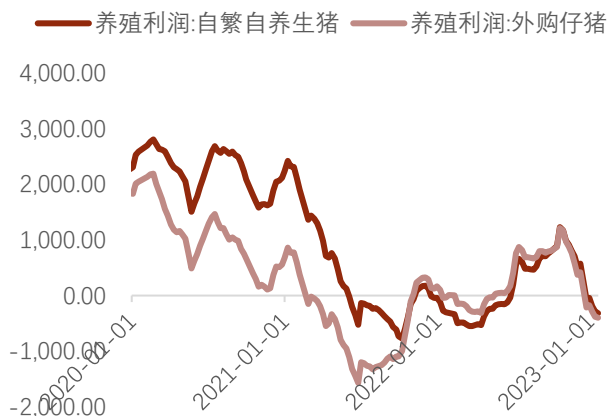
动保企业业绩波动与下游养殖周期强相关, 具备后周期属性。下游养殖对动保产品的需求与其盈利水平强相关, 当养殖端盈利较强时, 各项免疫程序相对规范, 高端免疫产品使用也会提高, 当出现亏损时则会减少部分动保产品的使用。**当前时点: 下游生猪养殖盈利将回正, 动保需求有望得到明显恢复。**生猪养殖自2022年下半年开始恢复盈利, 头均盈利最高在10月份达到1000元/头以上, 随着消费复苏, 肉鸡养殖也将迎来周期反转, 恢复盈利将刺激养殖户对动保产品使用的积极性, 动保企业将迎来量利齐升的业绩修复阶段。

图11: 公司毛利率与猪价呈正相关



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图12: 生猪养殖盈利有望恢复(元/头)



资料来源: wind、浙商证券研究所

图13: 白羽肉鸡养殖盈利有望恢复(元/只)



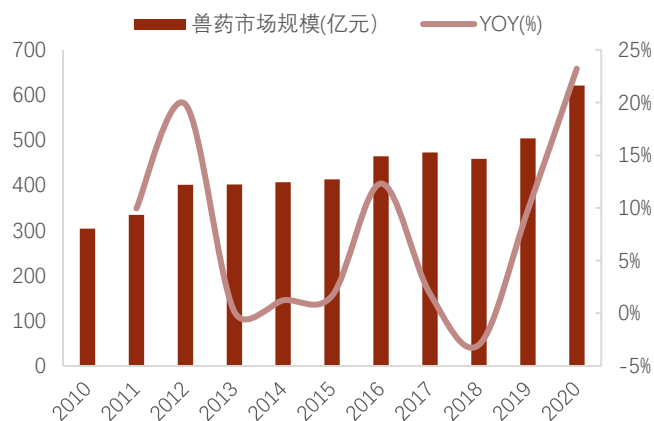
资料来源: wind、浙商证券研究所

2.2 中长期: 强免疫招采退出与集中度提升, 龙头企业成长优势明显

市场规模整体呈现稳步增长。动保行业受宏观经济波动的影响程度较小，但产业政策调整和突发动物疫病等因素，也会引起行业产生周期性波动。2010-2017年行业规模稳定增长，2018、2019年非瘟疫情导致下游生猪存栏大幅减少，兽药需求严重收缩，行业规模增速放缓，2020年以来下游养殖景气带动行业规模强势增长。2020年我国兽药市场规模达到620.95亿元，同比增长23.22%，其中生物制品占比26.15%。

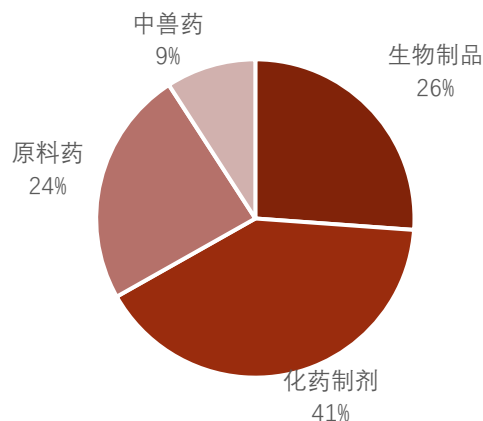
兽药产品主要分为生物制品、化学药品及中兽药。生物制品以动物疫苗为主，少量为诊断试剂、治疗试剂等；化学药品中抗微生物占据大部分，其次为一些抗寄生虫药、水产药、消毒剂以及其他少量药物；中兽药则分为促生长类、抗菌类及驱虫类药物。

图14: 国内兽药市场规模不断增长(亿元)



资料来源: 2020年兽药产业发展报告、浙商证券研究所

图15: 国内兽药市场结构(%)



资料来源: 2020年兽药产业发展报告、浙商证券研究所

强疫苗市场将由非强免疫疫苗替代。全国范围内实行强制免疫的有口蹄疫、高致病性禽流感、小反刍兽疫三种动物疫病。强制免疫疫苗以政府招标采购后免费发放给养殖场户使用(政府采购疫苗)为主导,疫苗生产企业点对点销售给养殖场(非强免疫疫苗)为辅;非强制免疫疫苗则均为市场化采购。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。

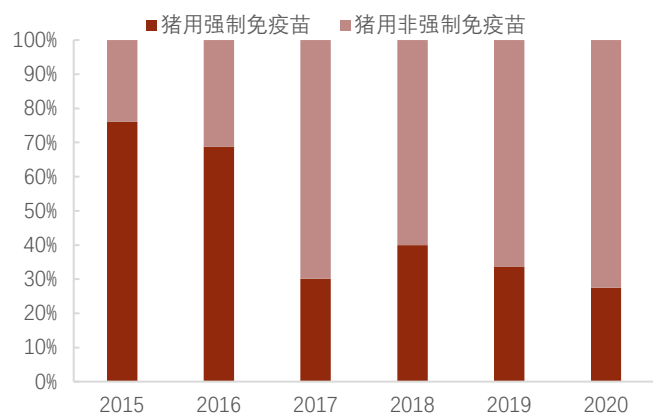
未来,在市场化销售强制免疫疫苗替代政府采购疫苗的行业发展趋势中,具备一定规模和研发能力的禽用疫苗生产企业将具有较强的市场竞争力。

表3: 动物强免疫苗相关政策

文件名称	时间	部门	主要内容
《国家中长期动物疫病防治规划(201-2020)》	2012	国务院	积极探索强制免疫疫苗招标采购方式和补贴方式,鼓励大型规模养殖场自行采购疫苗,对于达到免疫退出标准的大型规模养殖场和地区,经国家组织评估后可以退出免疫。加强疫苗生产监管,提高疫苗质量,保障免疫效果和质量。
《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》	2016	原农业部、财政部	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。
《国家动物疫病强制免疫指导意见(2022-2025)》	2022	农业农村部	全面推进“先打后补”工作,在2022年年底实现规模养殖场(户)全覆盖,在2025年年底逐步全面停止政府招标采购强制免疫疫苗。

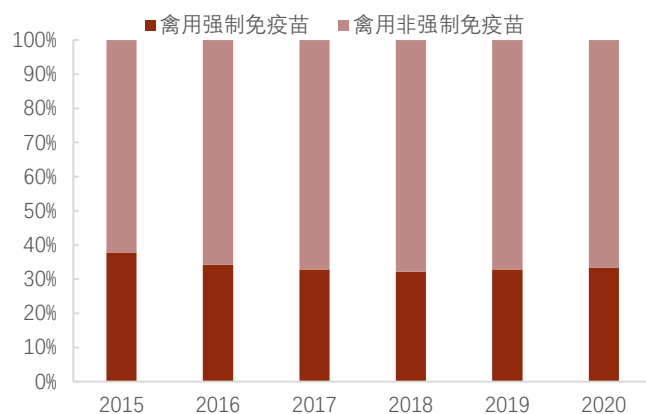
资料来源: 农业农村部、国务院、浙商证券研究所

图16: 猪用强免疫苗占比逐渐减小



资料来源: 2020年兽药产业发展报告、浙商证券研究所

图17: 禽用强免疫苗占比逐渐减小

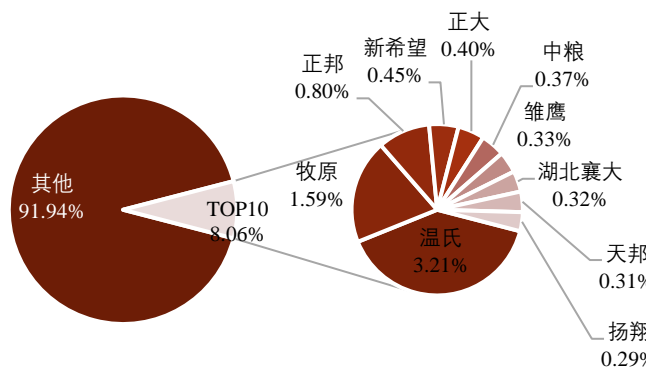


资料来源: 2020年兽药产业发展报告、浙商证券研究所

养殖端的集中度提高将加快疫苗产品使用的渗透率提升。非瘟爆发后，生物安全标准大幅提高以及大型上市企业快速扩张产能，叠加国家政策在环保与土地政策的高压下，散养户加速退出市场，中大型养殖企业的占比快速提升。根据公开数据统计，2018年生猪养殖行业TOP10占比仅8.06%，而在2021年则达到了17.2%。

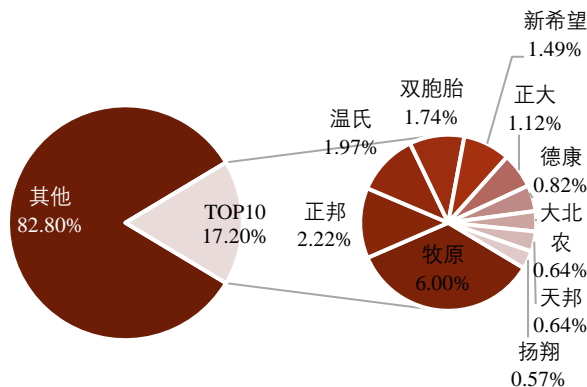
非国家强制免疫兽用生物制品采取市场化销售，企业可将产品直接销售给终端养殖户，也可销售给经销商。根据国务院印发的《“十三五”生态环境维护规划》，2017年底各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖户，在环保监管趋严的压力下，小养殖户补栏意愿较低，拥有规模优势的企业正在加快扩张步伐，行业集中度持续提升，规模化养殖比例正步入快速增长阶段。规模化养殖企业畜禽养殖数量多、价值大且更加密集，疫病一旦发生，会带来更大损失，因此其风险防控意识比小规模养殖场户强，拥有更完善的畜禽养殖知识及更加先进的畜禽饲养理念，会更加注重动物疫情防控和兽药的品质，更愿意增加动物疫病防治的支出，主动购买品质优良的兽用生物制品，防治各类动物疫病的发生，以提升养殖的数量和养殖质量。国家强制免疫生物制品只针对严重危害养殖业生产和人体健康的动物疫病，无法满足规模化养殖企业的需求。规模化养殖大趋势下，预计兽用疫苗覆盖率将逐步提升，非国家强制免疫兽用生物制品具有较大的市场增长空间。

图18: 2018年生猪养殖 TOP10 占比 8.06%



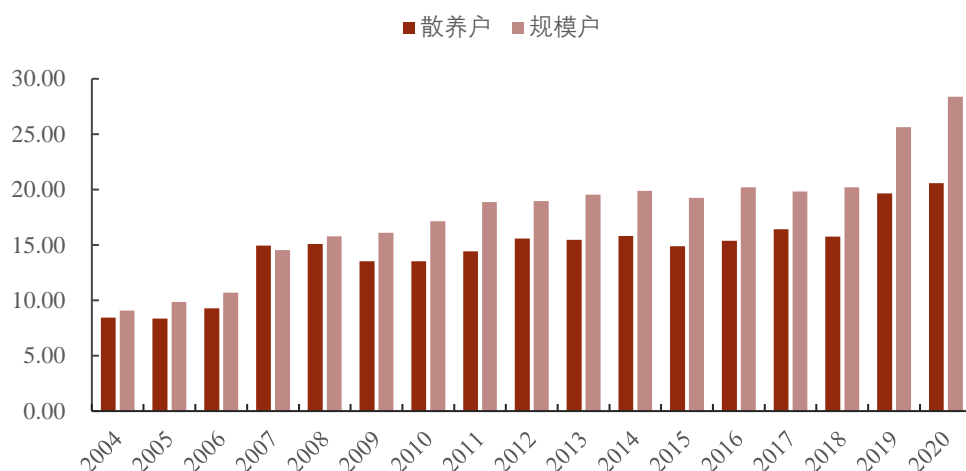
资料来源: 新牧网、浙商证券研究所

图19: 2021年生猪养殖 TOP10 占比 17.20%



资料来源: 新牧网、浙商证券研究所

图20: 散养户和规模户防疫支出比较(元)

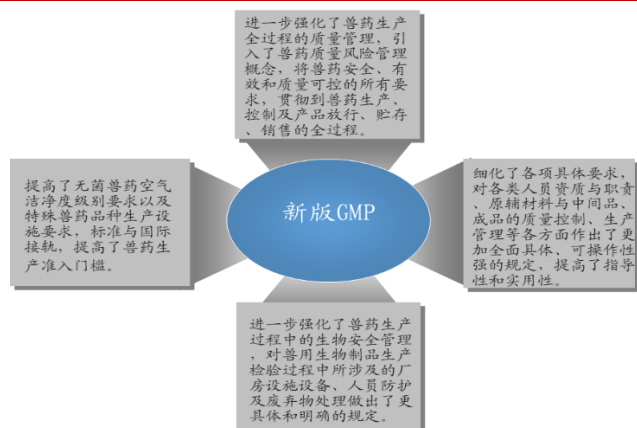


资料来源: wind、浙商证券研究所

2020 年新版 GMP 的颁发提高行业准入门槛，加快兽药行业从数量优先到质量优先的转型趋势，提升产业集中度。农业农村部近几年不断加大兽药风险评估和安全再评价工作力度，随着养殖行业对于抗生素的使用越来越谨慎，对于细菌性疾病的防控将从兽药防治转向疫苗防疫，这也将促使动物疫苗需求量的增加；2020 版《中国兽药典》编制完成，进一步提升兽药标准，安全用药指导更强、风险品种管控更严，加快了行业内技术产能落后的中小企业退出市场。近年来，农业农村部陆续出台了《兽药非临床研究质量管理规范》《兽药临床试验质量管理规范》等政策，在新药研发方面引入 GLP、GCP、一致性评价等制度规范，大大提高了研发的门槛，同时，随着国家对创新成果及知识产权保护力度的加大，未来具备完善的研发体系、扎实的研发功底的创新型企业将会迎来更大的发展空间。

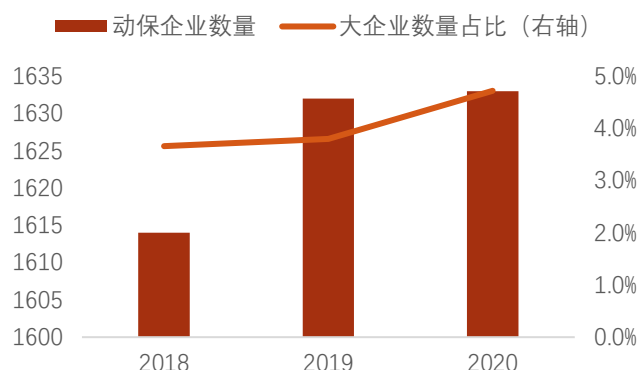
“禁抗”相关工作的顺利推进将促使养殖场户对待非强制免疫疾病的态度由“治”转“防饲用抗生素添加剂具有抗菌和促生长的作用，能够帮助动物预防疾病、改善营养吸收，从而促进其生长，提高养殖效率，从 20 世纪 70 年代开始就广泛应用于我国的畜牧养殖业中，为畜禽业的发展做出了巨大贡献。随着抗生素在养殖环节中被滥用，病毒将产生耐药性，兽用抗生素治疗效果降低；养殖用药量增加会加剧抗生素药物毒副作用和残留超标风险，严重威胁了畜禽水产品质量安全和公共卫生安全。因此，“禁抗”、“限抗”成了养殖业绿色发展的必然趋势。2016 年起，我国发布了一系列政策，逐渐加大对饲料的禁抗力度。2020 年 7 月 1 日起，农业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。“禁抗”促使养殖场户应对畜禽疾病的态度从“被动”转为“主动”，防疫方式由使用抗生素治疗转变为接种疫苗，提高下游养殖场户的疾病预防意识，从而使兽用疫苗的下游渗透率进一步提升。

图21: 新版 GMP 提高行业门槛



资料来源:农业农村部,浙商证券研究所

图22: 动保大企业数量持续提升(家)



资料来源:2020年兽药产业发展报告,浙商证券研究所

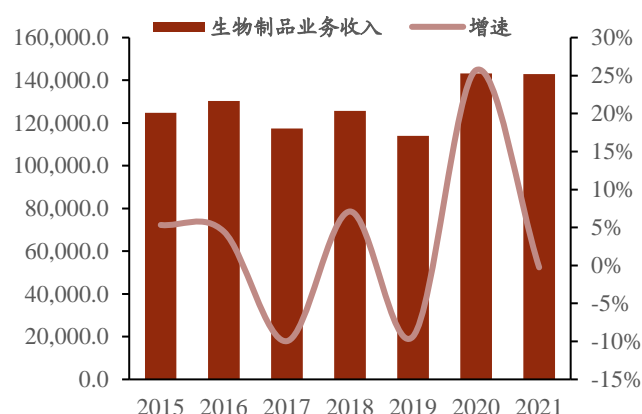
3 公司分析: 国企综合性动保品牌, 市场化改革助力腾飞

3.1 动物疫苗: 政采苗龙头的市场化蜕变

生物制品收入保持稳定增长。2015~2021年,公司生物制品收入从12.5亿元增长至14.3亿元,累计增长了14.5%。2017年生物制品营收下滑主要是猪瘟疫苗、蓝耳病疫苗退出强制免疫后,疫苗需求总量下降,竞争日趋白热化。2019年生物制品营收下滑主要因非瘟导致的生猪养殖量减少,疫苗产品整体需求减少所致。

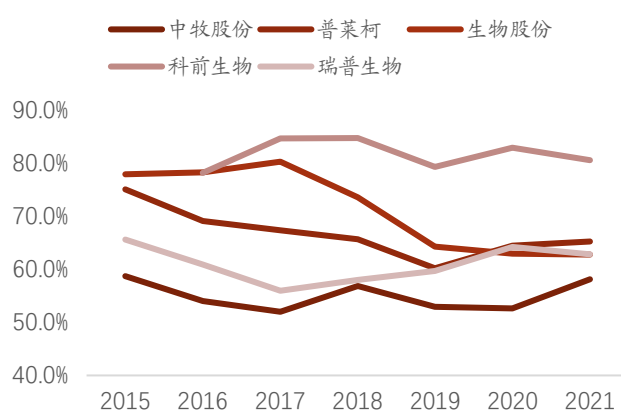
毛利率方面整体来看低于同行,随着市场苗占比的提高毛利率呈上升趋势。2015~2021年公司生物制品毛利率基本在55%左右,低于同行企业的生物制品毛利率,主要原因是公司政府招采苗占比较多。随着近两年公司市场苗的不断推进,2021年毛利率提升至58.1%,未来市场苗占比的提高,毛利率水平将继续提升。

图23: 生物制品收入稳定增长(万元)



资料来源:公司公告、浙商证券研究所

图24: 公司与同行生物制品毛利率比较



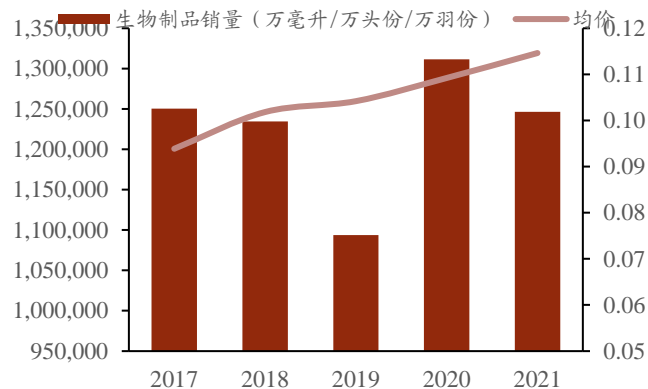
资料来源:公司公告、浙商证券研究所

产品端: 公司大力推动招采苗向市场苗的转变。在市场化疫苗方面,公司在完成核心产品技术全面升级的基础上,对全国市场进行重新梳理,进一步优化渠道布局,不断充实营销技服人员队伍,提炼产品卖点,建立宣传体系,始终坚持以技术带动销售、以技术促

进销售，“先打后补”政策推进中，公司及时研判养殖行，情对疫苗需求的影响，通过抓龙头，用大单品深耕终端，集团养殖客户稳定增加。

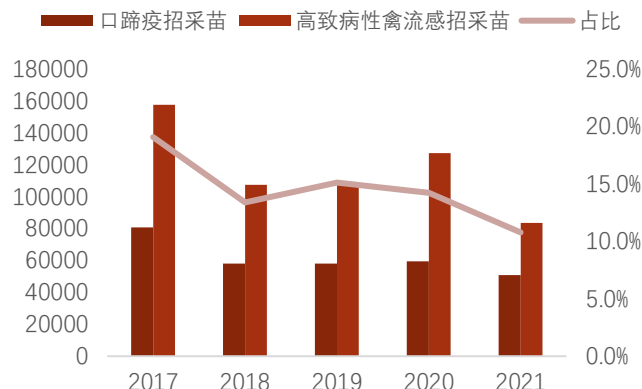
目前公司主要政府招采苗为口蹄疫苗和高致病性禽流感。随着公司积极推动两大强制免疫疾病的市场苗销售，两大招采苗的销售量占全部生物制品销售比例从2017年19.1%下降至2021年的10.8%，同期销售均价也从0.094上涨至0.115。

图25：公司生物制品销售量及均价情况



资料来源：公司公告、2 浙商证券研究所

图26：公司招采苗占比逐渐下降



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

疫苗产品丰富，多地拥有生产基地。目前公司共有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，主要有禽用疫苗、畜用疫苗和宠物用疫苗，公司生物制品产品种类丰富，主要包括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，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，公司是兽用疫苗生产企业中产品品种较全、生产能力和产量较大的企业。

生物制品产能不断升级。2021年，公司兰州新厂、郑州新厂生物安全三级防护重大项目收官，二期项目工程加紧推进实施；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。

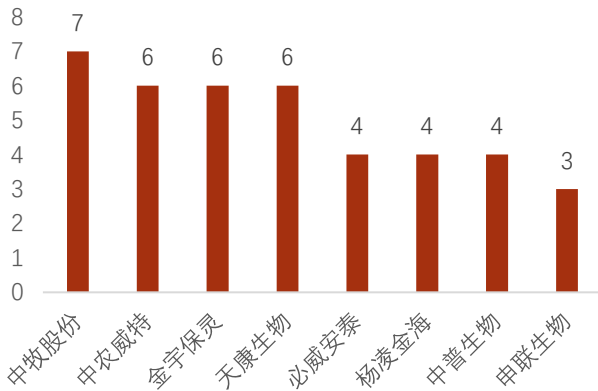
图27：公司生物制品生产基地



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

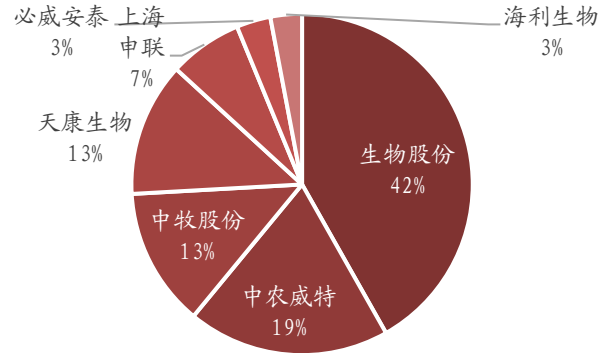
公司的核心疫苗产品包括口蹄疫系列和高致病性禽流感，市场地位均位于行业前列。截至 2021 年，中牧股份（含中普生物）共拥有市场销售的口蹄疫疫苗产品 9 款（有 2 款为双方共同拥有），产品数目拥有量行业第一，2021 年批签发数占比位于第三。高致病性禽流感疫苗批签发量排第二。

图28： 各厂家的口蹄疫疫苗产品数（2021 年）



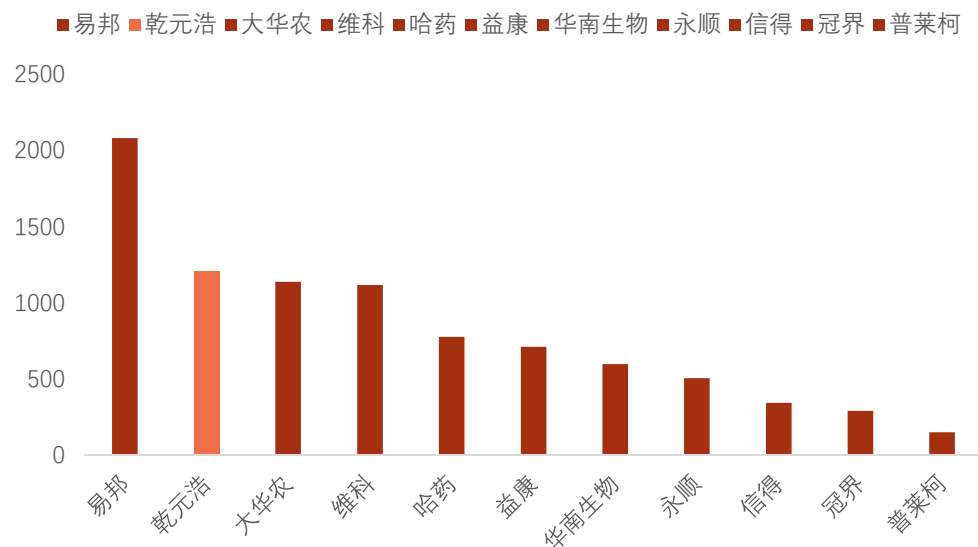
资料来源：国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

图29： 2021 年口蹄疫疫苗批签发占比



资料来源：国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

图30： 2017-2021 年各企业禽流感 H5 产品批签发总数



资料来源：国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

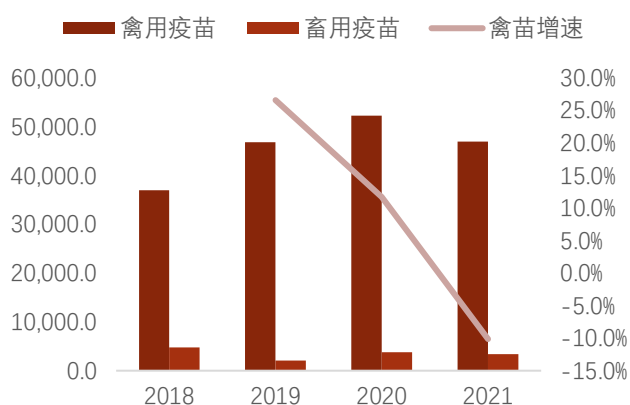
表4: 公司口蹄疫疫苗产品(含中普生物)

产品通用名	公司名称	批签发	
		2020	2021
猪口蹄疫0型灭活疫苗(O/Mya98/XJ/2010株+o/Gx/09-7株)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	15	15
猪口蹄疫0型灭活疫苗(O/Mya98/XJ/2010株+o/Gx/09-7株)	中普生物制药有限公司	2	5
猪口蹄疫0型、A型二价灭活疫苗(OHM/02株+AKT-II株)	中普生物制药有限公司	6	10
猪口蹄疫0型、A型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010株+O/PanAsia/TZ/2011株+Re-A/wH/09株)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	0	6
猪口蹄疫0型合成肽疫苗(多肽98+93)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	10	8
猪口蹄疫0型、A型二价合成肽疫苗(多肽P098+PA13)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	1	10
口蹄疫0型灭活疫苗(0s株)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	14	12
口蹄疫0型灭活疫苗(0s株)	中普生物制药有限公司	1	1
口蹄疫0型、A型二价灭活疫苗(O/HB/HK/99株+AF/72株, 悬浮培养)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	13	9
口蹄疫0型、A型二价灭活疫苗(O/HB/HK/99株+AF/72株, 悬浮培养)	中普生物制药有限公司	4	8
口蹄疫0型、A型二价3B蛋白表位缺失灭活疫苗(O/rV-1株+A/rV-2株)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	26	28

资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究

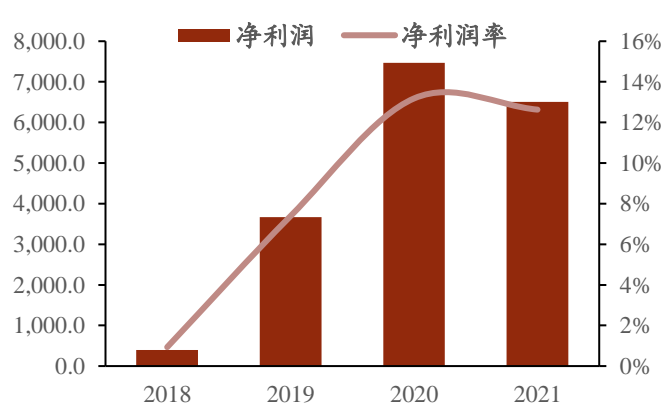
公司禽苗的生产和销售主要由子公司乾元浩承担。乾元浩为行业内禽用疫苗产品种类最为丰富的企业之一, 覆盖了禽类生长周期的绝大多数疫病, 种类主要有禽流感系列、马立克系列、新支系列、新流系列等。乾元浩禽苗营收自2018年的3.7亿元增至2020年的5.2亿元, 累计增长了41.4%, 但2021年因下游肉鸡养殖行业的低迷, 禽苗营收同比下滑了10.1%, 乾元浩能贡献利润规模在7000万左右。

图31: 乾元浩营业收入(万元)



资料来源: 乾元浩招股书、浙商证券研究所

图32: 乾元浩净利润(万元)



资料来源: 乾元浩招股书、浙商证券研究所

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。2018年-2021年, 公司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。

表5: 乾元浩两大核心产品市场地位

产品名称	2018		2019		2020		2021	
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	批数占比
高致病性禽流感	17.02%	第 2	13.09%	第 3	14.06%	第 2	13.01%	第 2
液氮马立克疫苗	37.22%	第 1	37.73%	第 1	33.66%	第 1	31.04%	第 1
冻干马立克疫苗	49.25%	第 1	45.68%	第 1	43.38%	第 1	52.69	第 1

资料来源: 乾元浩招股书、浙商证券研究所

大量新获批疫苗产品使公司具备持续竞争力。在动物疫苗方面, 2021 年公司获得 12 个新兽药批准文号和 5 个新兽药注册证书, 其中包括 2 款口蹄疫疫苗二价灭活疫苗、高致病性猪繁殖与呼吸综合征、猪瘟二联活疫苗等重要产品, 为公司未来生物制品的营收增长提供动力。

表6: 公司新获疫苗产品情况

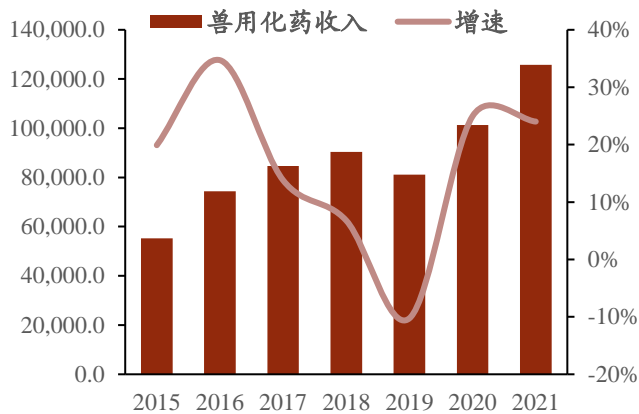
新获批产品	产品名称
获得批准文号	猪口蹄疫 0 型灭活疫苗 (0/Mya98/XJ/2010 株+ 0/GX/09-7 株)
	猪口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗 (0/MYA98/BY/2010 株+0/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株)
	口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗 (0/HB/HK/99 株+AF/72 株, 悬浮培养)
	口蹄疫 0 型灭活疫苗 (OS 株)
	口蹄疫 0 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗 (0/rV-1 株+ A/rV-2 株)
	猪伪狂犬病灭活疫苗 (鄂 A 株)
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (WH 株)
	高致病性猪繁殖与呼吸综合征、猪瘟二联活疫苗 (TJM-F92 株+C 株)
	猪流感病毒 H1N1 亚型灭活疫苗 (TJ 株)
	兔病毒性出血症、多杀性巴氏杆菌病二联灭活疫苗 (CD85-2 株+C51-17 株)
获得新兽药证书	猪乙型脑炎活疫苗 (传代细胞源, SA14-14-2 株)
	猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗 (HB2000 株)
	牛口蹄疫 0 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)
	猪链球菌病灭活疫苗 (2 型, HA9801 株)
	鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗 (ZM10 株+H120 株)

资料来源: 公司公告、浙商证券研究

3.2 兽用化药: 多品类化药布局, 内生+合作拓展产能

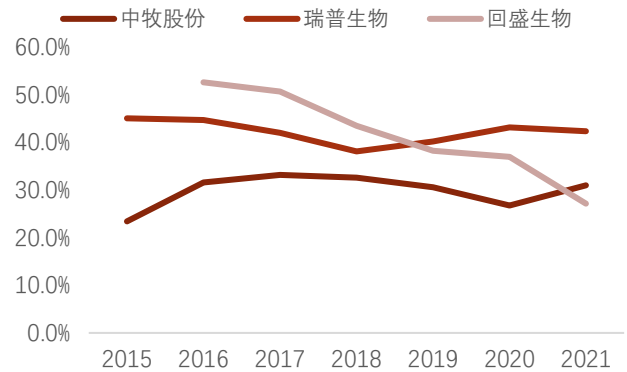
兽用化药营收保持快速增长。2015~2021 年, 公司兽用化药收入从 5.5 亿元增长至 12.6 亿元, 年复合增速达到 14.7%。其中 2019 年化药营收下滑主要因非瘟导致的生猪养殖量减少, 化药产品整体需求减少所致。公司化药毛利率方面整体低于同行, 主要由于公司产品丰富, 有部分低毛利率产品及原料药产品。

图33: 公司化药收入持续增长(万元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图34: 公司与同行化药毛利率比较

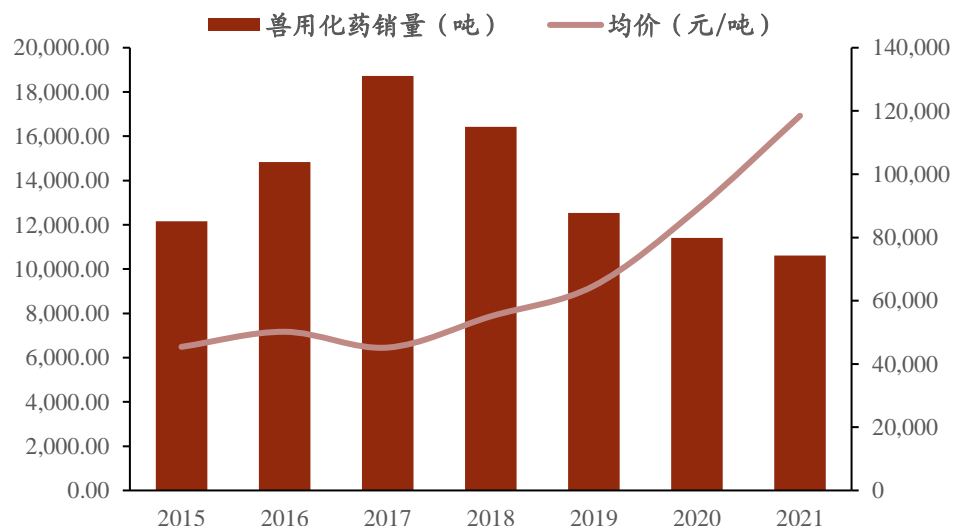


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

后“减抗”、“替抗”时代，化药进入高质量发展阶段。根据2019年7月农业农村部发布的194号公告，将于2020年1月1日起退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂；于2020年7月1日起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。促生长类兽药添加剂的退市将为大量“减抗”、“替抗”的治疗药物和产品迎来增长机遇。公司拥有强大的研发优势，积极调整兽用化药板块产品结构，自2019年来陆续推出了多款“减抗”、“替抗”治疗用化药，助力公司化药业务的高质量发展。

“替抗”政策后公司化药量降价升。自政策颁布后，公司依靠新品发力，虽然销量持续下滑，但公司兽用化药的吨均售价在2021年涨至118470元/吨，相较于2017年提升了162%，进而推动公司兽用化药板块的营收不断提升。

图35: 公司兽用化药销量及价格



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表7: “减抗替抗”化药新产品不断推出

产品名称	获批时间	主要疗效
沙咪珠利溶液	2022/02/17	对鸡的球虫感染有良好的防治效果，不易产生耐药性，兽药残留低，对人、禽和环境安全
布他磷	2020/04/23	改善动物应激反应、促进新陈代谢、增强免疫的效果，符合“减抗”、“限抗”的行业监管政策要求，给药途径适用于集约化养殖模式
酒石酸泰万菌素可溶性粉	2018/12/14	治疗猪、鸡支原体感染和猪赤痢螺旋体及其他敏感细菌感染
恩拉霉素预混剂	2018/10/30	促生长和改善饲料利用率的作用，并且其具有很高的稳定性、低毒性、低药物残留，对革兰氏阳性菌有很强的抑制作用，特别对肠道有害菌梭菌的抑制作用较强，是一种安全、高效的饲料添加剂
癸氧喹酯预混剂	2018/10/30	预防由各种球虫（变位、柔嫩、巨型、堆型、毒害和布氏等）引起的鸡球虫病。
盐酸多西环素可溶性粉	2018/10/19	治疗猪、鸡革兰氏阳性菌、阴性菌引起的大肠埃希氏菌病、沙门氏菌病、巴氏杆菌病以及支原体引起的呼吸道疾病

资料来源：公司公告、浙商证券研究

多品类布局，多举措增加产能。公司兽用化药主要产品有泰妙菌素、泰万菌素原料药、氟苯尼考原料药、牧乐星、氟欣泰以及多种消毒剂产品等总多类型产品，目前拥有 6 个化药生产基地。

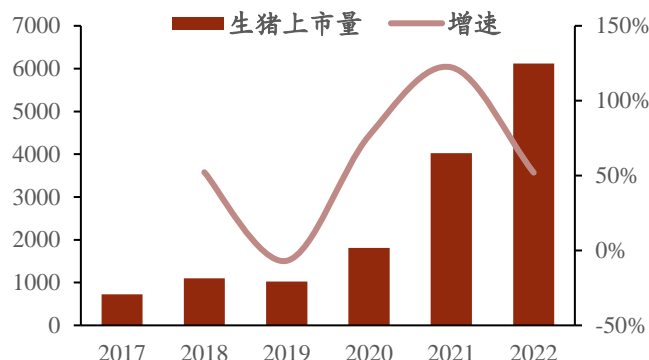
表8: 公司化药生产基地

公司名称	地址	主要产品
中牧股份黄冈动物药品厂	湖北黄冈	酒石酸泰万菌素预混剂、氟苯尼考粉、替米考星预混剂等兽药产品、牧乐维（复合维生素）系列产品及牧净（复方戊二醛溶液）等消毒剂产品
湖北中牧安达	湖北武穴	原料药（氟苯尼考、替米考星、乙酰甲喹、地美硝唑、尼卡巴嗪）
内蒙中牧	内蒙古呼和浩特	黄霉素预混剂产品、泰乐菌素
中牧南京	江苏南京	氟欣泰、优复欣、牧乐磺
中牧胜利生物	山东济宁	有黄霉素、泰妙菌素、海南霉素、莫能菌素等
中牧全药	江苏南京	硫酸头孢喹肟乳房注入剂

资料来源：公司官网、浙商证券研究

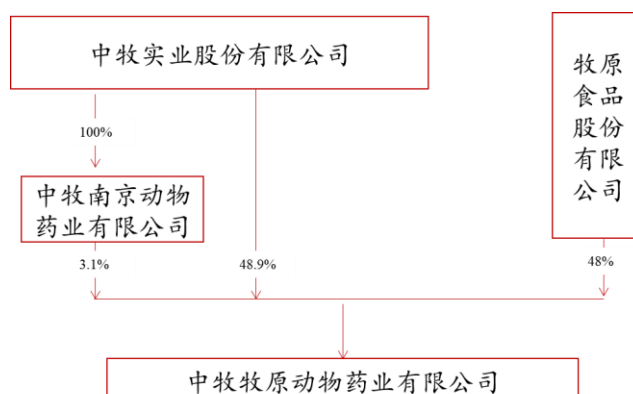
开启合作模式，化药产能继续增加。2020 年 12 月，公司与山东龙大肉食签订战略合作框架协议，合作内容主要为中牧股份给龙大肉食提供饲料添加剂及疫苗、兽药制剂等产品，并为其提供有竞争力的服务，开启了与下游客户深度合作的模式。2022 年 4 月，公司与牧原股份合资设立公司，并在南阳建设生产基地。进一步探索与下游客户加深合作的模式。合资公司中牧牧原由中牧股份控股，通过构筑产业经营共同体，与产业链下游企业以资本合作方式积极发挥各自行业优势，促进公司可持续快速发展。

图36: 牧原股份生猪上市量(万头)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

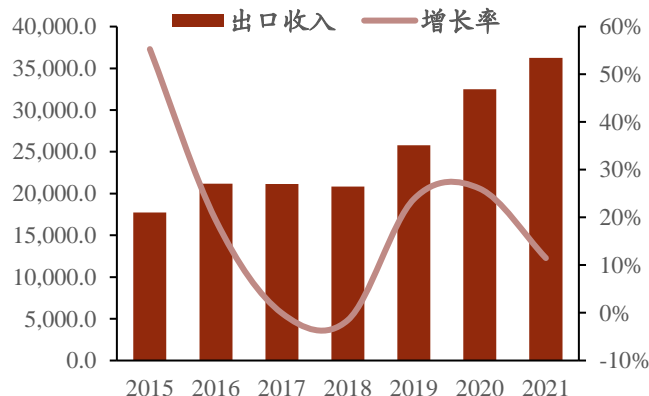
图37: 中牧股份控股中牧牧原



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

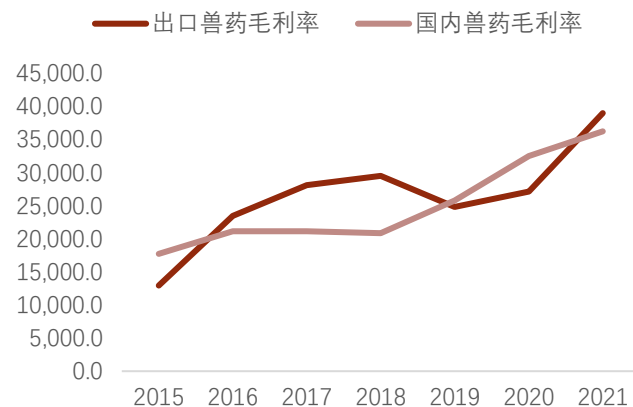
出口业务持续增长, 打开化药增长空间。公司海外营收从 2015 年的 1.77 亿增至 2021 年 3.62 亿, 年复合增速为 12.7%。公司旗下山东胜利生物在 2019 年被认定为国家“绿色工厂”, 获得地方政府错峰生产绿色标杆企业证书, 并在 2019 年 8 月以零缺陷的优秀结果通过了美国食品药品监督管理局 (FDA) 的现场审计, 泰妙菌素成为获得 FDA 批准的美国兽用制剂产品提供延胡索酸泰妙菌素原料药的合规供应商, 莫能菌素实现了全国唯一对北美高端市场的出口, 兽用化药产品获得长期国际合作大订单, 重点产品进入欧美市场, 兽用化药业务在国际市场逐步开花结果, 支撑海外收入规模加速增长。

图38: 公司出口收入持续增长(万元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图39: 出口业务与国内业务毛利率对比

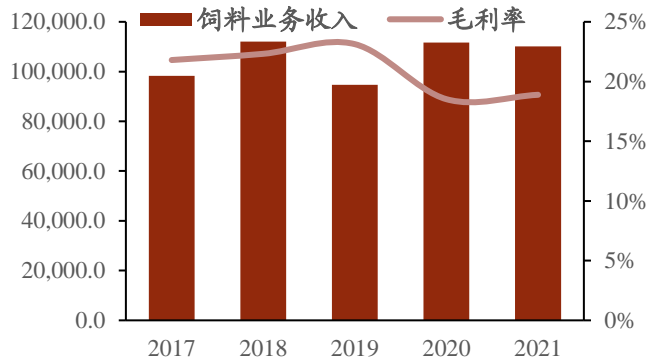


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3.3 饲料与贸易: 动物营养品发挥协同效应

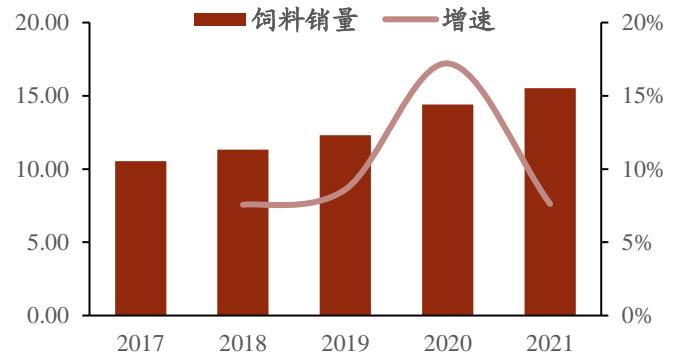
公司饲料业务以复合维生素和复合预混料为主, 用以满足兽类不同生长阶段对各种维生素、微量元素、氨基酸和矿物质的营养需要, 主要以“华罗”和“京中牧”两个品牌进行销售。其中以复合维生素和复合预混料为主的“华罗”品牌是中国驰名商标, 产品涵盖猪、肉鸡、蛋鸡、水产、反刍动物等多个系列共 100 多个品种。公司作为我国复合维生素行业的先行者, 凭借着良好的产品质量, 在行业内享有一定的知名度, 复合维生素产品连续多年市占率位居国内第二位。

图40: 饲料业务收入(万元)及毛利率



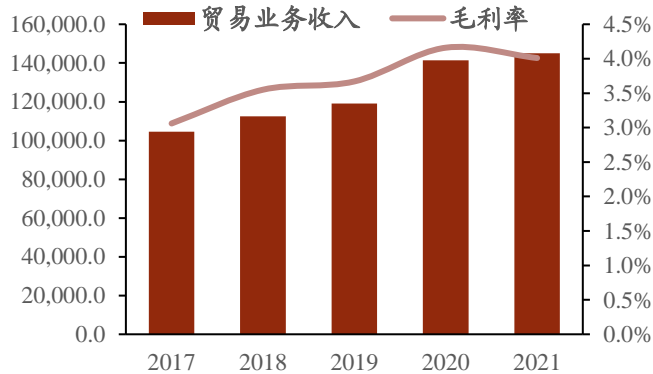
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图41: 饲料销量(万吨)及增速



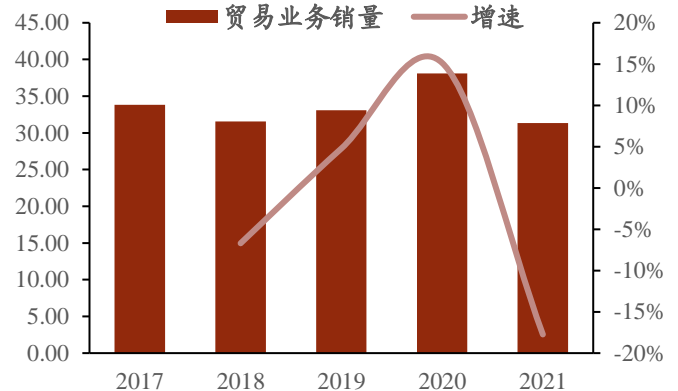
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图42: 贸易业务收入(万元)及毛利率



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图43: 贸易业务销量(万吨)及增速



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图44: 饲料产品主要为预混料



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图45: 贸易产品主要为动植物蛋白和氨基酸



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 关键假设与盈利预测

(1) 生物制品。随着 2023 年下游养殖端景气度提升，免疫积极性增长，养殖企业对疫苗需求及价格敏感性均向好，疫苗产品销售恢复增长。预计生物制品 2022/2023/2024 年营业收入分别为 16.31/19.38/21.87 亿元，增速分别为 14.16%/18.83%/12.80%。受益于市场苗占比的提升，毛利率分别恢复为 57.13%/57.18%/57.43%。

(2) 兽用化药。下游畜禽养殖景气度开始回暖将提升养殖户对化药产品的使用，另外，新产能爬坡完成，2023 年销售量及毛利率均恢复增长。2022/2023/2024 年营业收入分别为 13.30/14.37/16.27 亿元，增速分别 5.80%/8.08%/13.18%。毛利率分别 29.02%/31.02%/32.02%。

(3) 饲料及贸易。饲料和贸易业务在下游需求提升下均保持稳定增速，饲料业务 2022/2023/2024 年营业收入分别为 12.21/13.14/14.08 亿元，增速分别为 10.82%/7.61%/7.18%，毛利率分别 19.68%/19.03%/19.40%。贸易业务 2022/2023/2024 年营业收入分别为 15.53/17.25/17.93 亿元，增速分别为 7.10%/11.10%/3.95%，毛利率分别 3.96%/4.05%/4.06%。

综上，我们预计公司 2022/23/24 年分别实现营收 57.99/64.80/70.83 亿元，同比增长 9.39%/11.74%/9.30%；实现归母净利润 5.50/6.64/7.52 亿元，同比增长 7.12%/20.62%/13.22%。

图46：公司盈利预测（亿元）

	分类	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	生物制品	14.33	14.29	16.31	19.38	21.87
	兽用化药	10.14	12.57	13.30	14.37	16.27
	饲料	11.17	11.02	12.21	13.14	14.08
	贸易	14.13	14.50	15.53	17.25	17.93
	其他	0.22	0.64	0.63	0.65	0.68
	合计	49.99	53.02	57.99	64.80	70.83
营业成本	生物制品	6.79	5.98	6.99	8.30	9.31
	兽用化药	7.43	8.67	9.44	9.92	11.06
	饲料	9.10	8.94	9.81	10.64	11.35
	贸易	13.54	13.92	14.91	16.55	17.21
	其他	0.03	0.10	0.22	0.17	0.15
	合计	36.89	37.61	41.39	45.58	49.08
毛利率	生物制品	52.62%	58.13%	57.13%	57.18%	57.43%
	兽用化药	26.73%	31.02%	29.02%	31.02%	32.02%
	饲料	18.52%	18.89%	19.68%	19.03%	19.40%
	贸易	4.18%	4.01%	3.96%	4.05%	4.06%
	其他	86.36%	84.38%	64.90%	73.50%	76.35%
	合计	52.62%	58.13%	57.13%	57.18%	57.43%
毛利额	生物制品	7.54	8.31	9.32	11.08	12.56
	兽用化药	2.71	3.90	3.86	4.46	5.21
	饲料	2.07	2.08	2.40	2.50	2.73
	贸易	0.59	0.58	0.61	0.70	0.73
	其他	0.19	0.54	0.41	0.48	0.52
	合计	13.10	15.41	16.61	19.22	21.74

资料来源：wind、浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

公司作为背靠央企的老牌动保国企，我们认为有以下几个基本面的改善：一是国企改革持续推进，将充分释放公司经营活力。二是动物疫苗市场苗的不断发力，生物制品的增长有望提速。三是化药业务新工厂和新产线已投入运行，“替抗”背景下产品逐步高端化，加上出口业务继续提高助力，化药继续保持较高增速。

根据上述预测，预计公司 2022/23/24 年分别实现每股收益 0.54/0.65/0.74 元/股。公司历史平均估值在 28X 左右，由于公司国企改革推进中经营活力的激发与市场苗占比的逐步提升，化药新厂的投产，我们认为公司增速有望提升，因此给予公司 2023 年归母净利润 30X 估值，公司合理市值为 199.2 亿元，目标价为 19.5 元/股，给予“买入”评级。

图47： 公司历史估值



资料来源：Wind、浙商证券研究所

表9： 公司与可比公司估值（2023/2/21）

公司简称	最新价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
科前生物	29.79	139	0.61	0.77	1.04	1.27	29.66	28.57	21.08	18.06
瑞普生物	19.98	94	0.76	0.88	1.12	1.32	26.44	22.65	17.89	15.10
普莱柯	30.86	109	0.41	0.61	0.80	1.06	74.41	50.21	38.49	29.21
生物股份	11.89	133	0.16	0.28	0.43	0.53	76.67	42.22	27.67	22.29
均值			0.48	0.64	0.85	1.04	51.80	35.91	26.28	21.17
中牧股份	14.79	151	0.51	0.54	0.65	0.74	29.23	27.29	22.62	19.98

资料来源：wind、浙商证券研究所

5 风险提示

- （1）下游景气度恢复不及预期。**下游养殖对动保产品的需求与其盈利水平相关度较高，当养殖端景气较差时会降低对动保产品的使用，导致动保企业销售收入及净利润出现下滑的风险。
- （2）行业竞争加剧。**公司主要产品均有竞争者参与，若同行继续加大价格竞争以获取市场份额，公司则有丢失市场份额或毛利率继续降低的风险。
- （3）公司新产品推广不及预期。**公司持续有新疫苗产品推出，若市场反馈不及预期，将影响公司营收增长。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2840	3388	4271	4706
现金	1230	1451	2236	2569
交易性金融资产	0	122	141	88
应收账款	634	711	758	782
其它应收款	34	50	52	54
预付账款	53	59	65	70
存货	879	977	1006	1129
其他	9	18	14	14
非流动资产	4597	4804	4904	5439
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	916	818	845	859
固定资产	2465	2731	3074	3480
无形资产	660	638	599	552
在建工程	276	319	108	270
其他	281	297	279	278
资产总计	7437	8191	9174	10145
流动负债	1351	1503	1708	1824
短期借款	115	180	220	250
应付款项	413	455	501	540
预收账款	0	0	0	0
其他	823	868	987	1034
非流动负债	211	185	204	200
长期借款	78	78	78	78
其他	133	107	126	122
负债合计	1563	1688	1912	2024
少数股东权益	960	1039	1134	1241
归属母公司股东权益	4913	5464	6128	6880
负债和股东权益	7437	8191	9174	10145

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	383	491	913	873
净利润	587	629	759	859
折旧摊销	256	234	266	302
财务费用	0	7	7	5
投资损失	(174)	(230)	(233)	(222)
营运资金变动	66	(64)	97	10
其它	(352)	(85)	17	(81)
投资活动现金流	(91)	(329)	(161)	(565)
资本支出	(466)	(478)	(328)	(800)
长期投资	(114)	107	(33)	(14)
其他	490	42	201	249
筹资活动现金流	(100)	59	32	25
短期借款	25	65	40	30
长期借款	12	0	0	0
其他	(137)	(6)	(8)	(5)
现金净增加额	192	221	785	333

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5302	5799	6480	7083
营业成本	3761	4139	4558	4908
营业税金及附加	34	37	41	45
营业费用	507	546	606	666
管理费用	330	374	412	450
研发费用	163	195	212	232
财务费用	0	7	7	5
资产减值损失	27	30	33	36
公允价值变动损益	(1)	(1)	(1)	(1)
投资净收益	174	230	233	222
其他经营收益	11	9	9	10
营业利润	664	710	852	970
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	669	715	857	975
所得税	82	86	98	116
净利润	587	629	759	859
少数股东损益	73	79	95	107
归属母公司净利润	514	550	664	752
EBITDA	917	941	1110	1257
EPS（最新摊薄）	0.51	0.54	0.65	0.74

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	6.06%	9.39%	11.74%	9.30%
营业利润	-13.13%	6.90%	19.94%	13.91%
归属母公司净利润	0.33%	7.12%	20.62%	13.22%
获利能力				
毛利率	29.06%	28.64%	29.65%	30.70%
净利率	11.08%	10.85%	11.71%	12.13%
ROE	9.14%	8.89%	9.65%	9.77%
ROIC	11.32%	10.86%	11.62%	11.66%
偿债能力				
资产负债率	21.01%	20.61%	20.84%	19.95%
净负债比率	12.36%	15.29%	15.59%	16.21%
流动比率	2.10	2.25	2.50	2.58
速动比率	1.45	1.60	1.91	1.96
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.74	0.75	0.73
应收账款周转率	11.20	10.21	10.31	10.21
应付账款周转率	13.10	11.29	11.30	11.18
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.54	0.65	0.74
每股经营现金	0.38	0.48	0.90	0.86
每股净资产	4.84	5.38	6.03	6.77
估值比率				
P/E	29.23	27.29	22.62	19.98
P/B	3.06	2.75	2.45	2.18
EV/EBITDA	14.41	15.68	12.69	11.09

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn