

## 中牧股份

600195

审慎增持 (维持)

老品牌，新机遇

2019年10月13日

## 市场数据

市场数据日期	2019-10-13
收盘价(元)	14.42
总股本(百万股)	842.41
流通股本(百万股)	842.41
总市值(百万元)	12147.52
流通市值(百万元)	12147.52
净资产(百万元)	4159.53
总资产(百万元)	5755.13
每股净资产	4.94

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4434	4504	4862	5282
同比增长	9.0%	1.6%	8.0%	8.6%
净利润(百万元)	416	385	467	562
同比增长	3.9%	-7.4%	21.4%	20.3%
毛利率	29.5%	29.5%	30.4%	31.4%
净利率	9.4%	8.5%	9.6%	10.6%
净资产收益率(%)	10.4%	9.1%	10.2%	11.3%
每股收益(元)	0.49	0.46	0.55	0.67
每股经营现金流(元)	0.22	0.75	0.50	0.68

## 相关报告

《中牧股份中报点评：猪苗承压禽苗景气，经营平稳》

2019-08-21

《中牧股份年报点评：产品革新，机制改善，步入发展新阶段》

2018-04-20

《中牧股份：主业平稳，关注新产品推广和国企改革进度》

2017-10-29

分析师：

陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

毛一凡

maoyf@xyzq.com.cn

S0190518050002

## 投资要点

- **公司是央企控股的动保龙头，资质雄厚，背景强大。**公司实控人是央企中国农业发展集团有限公司，是中农发旗下唯一的动保行业上市公司平台。核心业务是生物制药，兼营饲料和化药，并持有上游企业金达威部分股权。
- **国企改革添活力。**公司积极参与国改大潮，内部机制活化，尤其为管理、科研等核心部门制定灵活激励。2017年员工持股落地、2018年与普莱柯合作成立合资公司等行为也表现出公司治理向市场化迈进、对外合作更加开放、重视科研重视人才的经营导向。
- **口蹄疫技术改造卓有成效，市场苗渐成发展新动力。**公司生药板块牌照齐全，拥有包括禽流感、口蹄疫等核心品种，早期以招采为主，2017年技改完成后口蹄疫开始市场化推广，增长良好，逐渐成为公司发展新动力。
- **非瘟疫苗研发中，如落地将利好行业。**目前非瘟疫苗研发正在进行中，虽存在较多困难，但疫情重大，带来资源投入大、国家重视程度高。参考2006年高致病性蓝耳病发生后相关疫苗的研发和上市节奏，我们认为非瘟疫苗落地可能性较大，在产品安全有效的基础上，审批和推广节奏依具体情况也存在一定调节空间。
- **投资建议：**动保行业兼具养殖后周期及非瘟疫苗期权两大利好，中牧股份资质出色，治理改善，业绩或步入向上区间。不考虑未落地产品，经调整，我们预计2019-2021年公司EPS 0.46元、0.55元和0.67元，对应2019年10月11日股价PE31.6、26.0和21.6倍，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：疫苗研发进度，动物疫病，猪禽价格波动，政策风险**

## 目录

一、公司简介	- 4 -
1.1、央企控股的动保龙头	- 4 -
1.2、产品线齐全，实力雄厚	- 5 -
二、国企改革落地，增添活力	- 7 -
2.1、公司国企改革历程和现状	- 7 -
2.2、激励活化，对外开放	- 8 -
三、口蹄疫技改有成效，竞争力大增	- 9 -
3.1、口蹄疫行业竞争格局较好	- 9 -
3.2、工艺提升，市场苗体量稳增	- 10 -
四、饲料、兽药稳健发展	- 11 -
4.1、饲料：行业景气，增长稳健	- 11 -
4.2、兽药：短期因限抗受挫，降本增效利好中长期	- 12 -
五、养殖后周期近在咫尺	- 14 -
5.1、景气滞后于下游养殖	- 14 -
5.2、生猪兑现价格上涨，非瘟干扰存栏仍需观测	- 15 -
六、以史为鉴：2006年高致病性蓝耳病复盘	- 16 -
6.1、常规的动物疫苗推出路径	- 16 -
6.2、高致病性蓝耳疫苗研发销售始末	- 19 -
6.3、目前非洲猪瘟疫苗研发进展和结论	- 24 -
七、盈利预测	- 26 -
八、风险提示	- 27 -
图 1、大股东农发集团持股情况	- 4 -
图 2、公司营业收入	- 4 -
图 3、主营业务收入	- 4 -
图 4、主营业务毛利润	- 5 -
图 5、主营业务毛利率	- 5 -
图 6、公司主要生产基地	- 5 -
图 7、细胞悬培养罐逐级扩大	- 11 -
图 8、五级纯化浓缩工艺	- 11 -
图 9、蛋禽行业景气向上	- 12 -
图 10、饲料板块收入、毛利和增速	- 12 -
图 11、化药产业规模持续扩张	- 13 -
图 12、大型企业毛利率更高	- 13 -
图 13、兽药板块毛利率趋势提升	- 13 -
图 14、兽药板块收入、毛利率和增速	- 13 -
图 15、不同种动物疫苗市场规模（2017年数据）	- 14 -
图 16、疫苗属于兽药下兽用生物制品（2017年数据）	- 14 -

图 17、	猪价大涨，存栏持续下滑.....	- 14 -
图 18、	禽价自 2017 年底至今持续走高.....	- 14 -
图 19、	疫苗行业运行规律与当期情况.....	- 15 -
图 20、	生猪存栏水平对应上两轮养殖“后周期”不同阶段... - 15 -	- 15 -
图 21、	上市公司收入增速基本与生猪周期匹配.....	- 16 -
图 22、	常规动物疫苗推出时间轴.....	- 18 -
图 23、	传统蓝耳病和高致病性蓝耳病的比较.....	- 19 -
图 24、	2006 年高致病性猪蓝耳病疫苗研发、推出事件轴.... - 21 -	- 21 -
图 25、	中国蓝耳病疫苗主要品牌.....	- 21 -
图 26、	中国蓝耳病疫苗生产企业分布(2016 年).....	- 22 -
图 27、	中国不同毒株蓝耳病疫苗的价格(2016).....	- 23 -
图 28、	中国大规模猪场蓝耳病疫苗主要品牌的使用(2016) . - 23 -	- 23 -
图 29、	中国猪蓝耳病政府苗的市场规模.....	- 23 -
图 30、	中国猪蓝耳病商业化疫苗的市场规模.....	- 23 -
图 31、	非洲猪瘟疫情、疫苗研发事件轴.....	- 25 -
表 1、	公司产品文号.....	- 6 -
表 2、	首期股权激励授予对象名单及授予情况.....	- 8 -
表 3、	口蹄疫主要生产单位.....	- 9 -
表 4、	不同培养工艺的差别.....	- 10 -
表 5、	业务拆分(单位:百万元).....	- 26 -
附表	.....	- 28 -

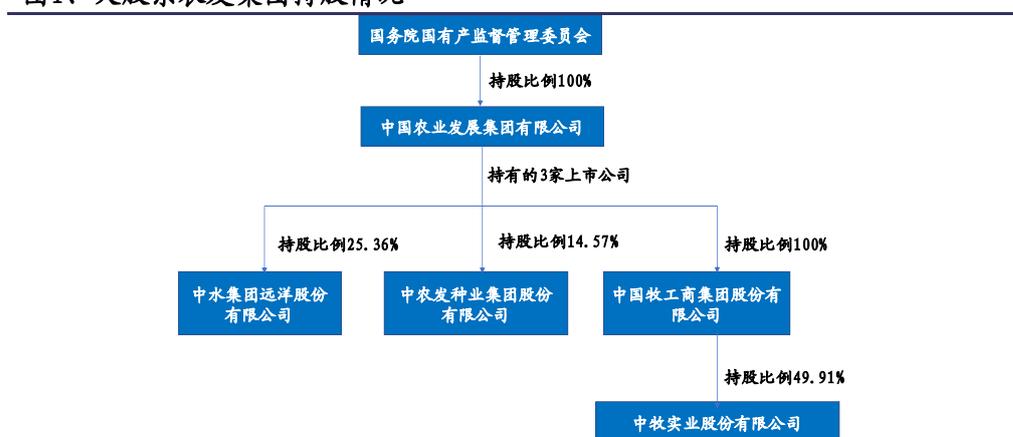
报告正文

一、公司简介

1.1、央企控股的动保龙头

老牌央企背景动保龙头。公司全名中牧实业股份有限公司，成立于1998年，1999年1月上市。公司是中国农业发展集团有限公司作为实控人管理的央企控股上市公司，截止2019年中期，中农发控股49.91%。

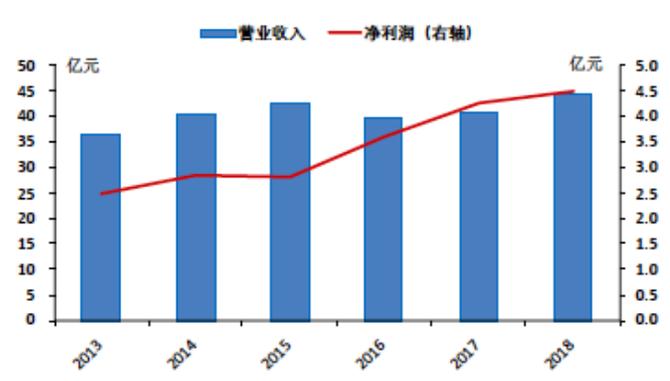
图1、大股东农发集团持股情况



资料来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

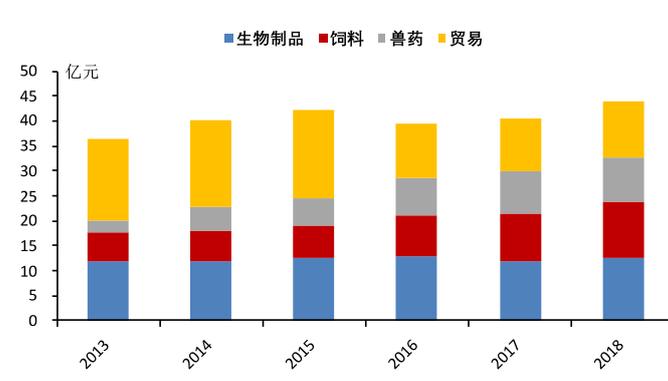
公司业务主要集中在兽用生物制品、兽用化药和饲料添加剂。公司以动物保健品和动物营养品为支柱业务，涉及兽用生物制品、兽用化药、饲料和饲料添加剂以及贸易四大主营业务板块。2018年，公司生物制品、化药、饲料、贸易收入分别为12.57亿元、9.04亿元、11.2亿元、11.24亿元，毛利润分别为7.15亿元、2.95亿元、2.5亿元、0.4亿元。其中生物制品对毛利润贡献达54.64%。

图2、公司营业收入



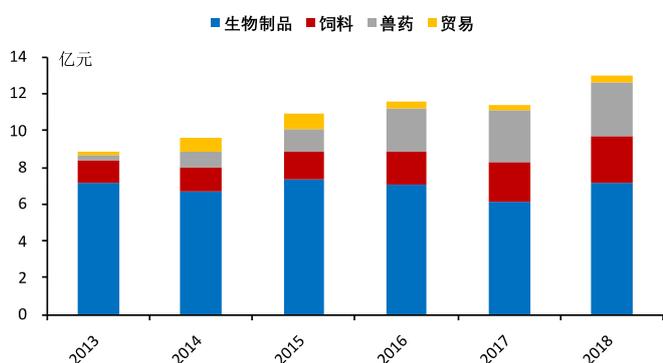
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、主营业务收入



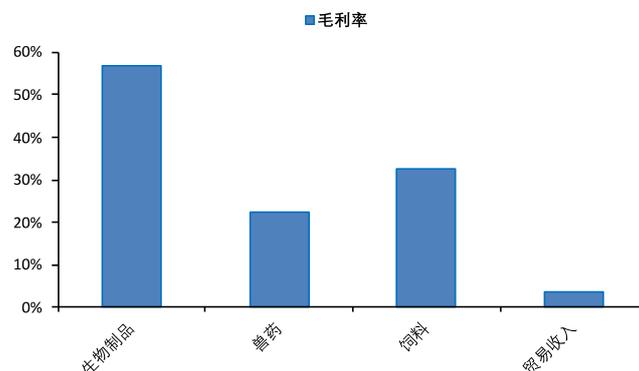
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、主营业务毛利润



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

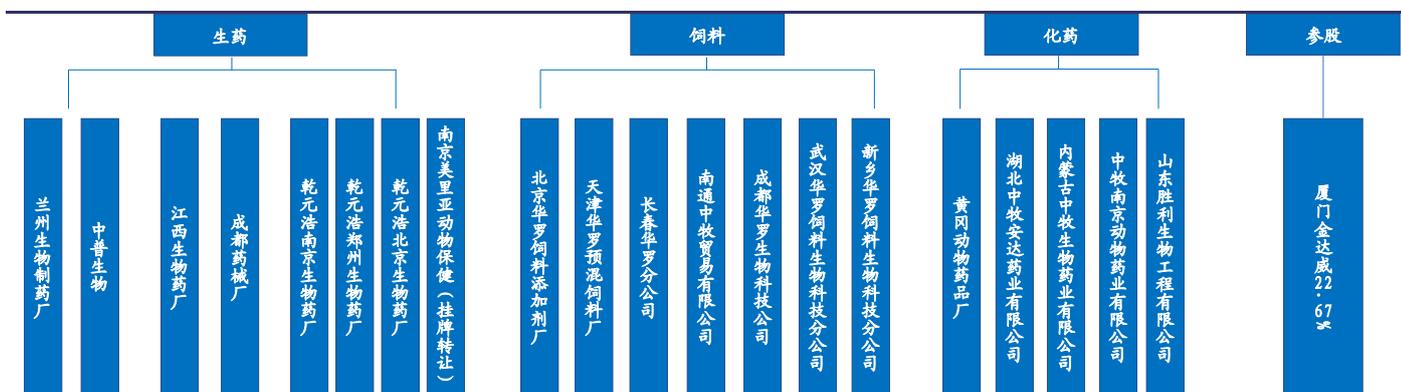
图5、主营业务毛利率



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司是中国兽药行业和中国饲料行业的骨干生产企业,也是农业部等八部委认定的农业产业化国家重点龙头企业、农业部指定的高致病性禽流感、口蹄疫等重大动物疫病疫苗定点生产企业。公司拥有 20 余家全资及控、参股企业,主要包括 8 家兽用生物制品生产企业(南京梅里亚已挂牌转让), 10 余家饲料及添加剂生产贸易企业和化药生产企业,以及持股有另一上市公司金达威 22.67% 股权(截止 2019 年中报)。

图6、公司主要生产基地



资料来源: 公司公告, 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.2、产品线齐全, 实力雄厚

公司是我国口蹄疫、禽流感、猪蓝耳病、猪瘟等重大动物疫病疫苗的定点生产企业。公司产品线齐全, 文号丰富, 且先后组建了猪苗、禽苗、口蹄疫和兽药四个专门研究所, 领先的技术优势为产品研发奠定基础。

表 1、公司主要产品文号

品种	企业名称	通用名	批准日期
口蹄疫	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	猪口蹄疫 0 型灭活疫苗 (0/Mya98/XJ/2010 株+0/GX/09-7 株)	2014/1/23
		猪口蹄疫 0 型灭活疫苗 (0ZK/93 株+0S/99 株)	2014/4/29
		猪口蹄疫 0 型合成肽疫苗 (多肽 98+93)	2014/7/21
		猪口蹄疫 0 型灭活疫苗 (0/Mya98/XJ/2010 株+0/GX/09-7 株)	2014/11/24
		猪口蹄疫 0 型合成肽疫苗 (多肽 2570+7309)	2015/2/3
		猪口蹄疫 0 型灭活疫苗 (0S/99 株)	2015/6/1
		猪口蹄疫 0 型灭活疫苗 (0 型)	2015/7/13
		牛口蹄疫 0 型、亚洲 1 型二价合成肽疫苗 (多肽 0501+0601)	2016/12/2
		猪口蹄疫病毒 0 型 VP1 合成肽 ELISA 抗体检测试剂盒	2017/7/10
		口蹄疫 0 型、A 型、亚洲 1 型三价灭活疫苗 (0/HB/99 株+AF/72 株+Asia-1/XJ/KLMY/04 株, 悬浮培养)	2017/8/14
		猪口蹄疫 0 型合成肽疫苗 (多肽 0405+0457)	2017/12/6
		猪口蹄疫 0 型病毒 3A3B 表位缺失灭活疫苗 (0/rV-1 株)	2017/12/28
		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)	2018/4/27
		口蹄疫 0 型灭活疫苗 (0S 株)	2019/5/9
		猪口蹄疫 0 型合成肽疫苗 (多肽 98+93)	2019/5/9
猪口蹄疫 0 型灭活疫苗 (0/Mya98/XJ/2010 株+0/GX/09-7 株)	2019/06/24		
猪瘟	中牧实业股份有限公司江西生物药厂	猪瘟、猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病三联活疫苗	2015/2/3
		猪瘟耐热保护剂活疫苗 (细胞源)	2017/4/6
		猪瘟活疫苗 (传代细胞源)	2018/6/11
		猪瘟活疫苗 (细胞源)	2019/8/14
		政府采购专用猪瘟活疫苗 (细胞源)	2019/8/14
	中牧实业股份有限公司成都药械厂	猪瘟活疫苗 (细胞源)	2015/7/13
		猪瘟活疫苗 (兔源)	2015/7/13
		猪瘟、猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病三联活疫苗 (细胞源+G4T10 株+E0630 株)	2015/11/26
		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)	2016/6/15
		猪瘟耐热保护剂活疫苗 (细胞源)	2017/5/2
中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	猪瘟耐热保护剂活疫苗 (细胞源)	2017/6/20	
猪圆环	中牧实业有限公	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 型, II)	2018/2/13

	司成都药械厂	猪圆环病毒 3 型灭活疫苗 (WH 株)	2016/1/25
禽流感	乾元浩生物股份有限公司南京生物药厂	禽流 (H9 亚型) 灭活疫苗 (SD696 株)	2015/03/13
		重组禽流感病毒 (H5N1 亚型) 灭活疫苗 (Re-1 株)	2015/12/30
		鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型) 三联灭活疫苗 (LaTotal 株+M41 株+WD 株)	2015/12/30
		鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征、禽流感 (H9 亚型) 四联灭活疫苗 (LaSota 株+M41 株+AV-127 株+S2 株)	2015/12/30
		重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗 (Re-6 株+Re-8 株)	2016/02/23
		重组禽流感病毒 H5 亚型三价灭活疫苗 (Re-6 株+Re-7 株+Re-8 株)	2016/02/23
		禽流感灭活疫苗 (H5N2 亚型, N28 株)	2016/03/15
		重组禽流感病毒灭活疫苗 (H5N1 亚型, Re-5 株)	2016/03/15
		禽流展二价灭活疫苗 (H5N1Re-6 株+H9N2Re-2 株)	2017/05/02
		重组禽流感病毒灭活疫苗 (H5N1 亚型, Re-6 株)	2017/05/02
		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 (LaSota 株+M41 株+SZ 株+rVP2 蛋白)	2017/06/15
		重组禽流感病毒 (H5+H7) 二价灭活疫苗 (H5N1Re-8 株+H7N9H7-Re1 株)	2017/06/29
		禽流展病毒 H5 亚型灭活疫苗 (D7 株+rD8 株)	2018/03/21
		鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型) 二联灭活疫苗 (LaSota 株+F 株)	2019/03/20

资料来源：兽药信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、国企改革落地，增添活力

### 2.1、公司国企改革历程和现状

公司是中农发集团动保领域的关键平台，内部激励活化诉求强。作为中农发集团旗下动保领域的关键平台，公司上市时间早，积淀深厚，人才储备丰富。但随着行业进步，市场化机制也带来了人员流失，显现出国企制度僵化的弊端。近年来，配合混改在国有企业中的大力推进，公司内部激励制度活化的诉求也越来越强。

股权激励计划几经周折终落地，开启混改第一步。公司提出股权分置改革后计划实施管理层股权激励，中牧总公司原承诺自 2014 年 10 月 18 日起，两年内提出中牧股份管理层中长期激励计划草案，但因各种原因未能如期达成，后延期 1 年至 2017 年 12 月 7 日，第一期股票激励计划终获国资委批复。

公司首期股权激励权益授予数量为 796.16 万份，占总股本 1.85% 左右，行权价格为 19.86 元。公司层面授予业绩考核标准条件授予年份上一年度公司净利润不低于公司前 3 年平均水平，净资产收益率不低于 7.62%，即对标企业 50 分位水平。业绩考核与同行业可比公司绑定，显示公司市场化，提升市场竞争力的决心。

表 2、首期股权激励授予对象名单及授予情况

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数 比例	占目前股本总额的 比例
王建成	董事长	10	1.26%	0.02%
薛廷伍	副董事长	10	1.26%	0.02%
吴冬荀	总经理	10	1.26%	0.02%
苏智强	副总经理	8	1.00%	0.02%
张正海	副总经理	8	1.00%	0.02%
王水华	副总经理	8	1.00%	0.02%
中层及核心骨干(合计 272 人)		742.16	93.22%	1.73%
合计(278 人)		796.16	100%	1.85%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、激励活化，对外开放

**市场化薪酬，职业经理人制度推进。**2016 年 12 月起，公司管理层逐步调整，通过市场化招聘，确定董事长、总经理等人选。在 2009 年之前曾任中牧股份总经理的王建成作为董事长回归。王建成董事长曾就职于中检所、金达威、牧工商集团，早年担任总经理期间，公司业绩增长明显，曾提出发展市场苗；2016 年担任董事长后，延期的股权激励计划也落地到位。

**强强联合，互惠互利。**公司近年来对外交流、合作亦越发频繁。其中较有代表性的是 2018 年与普莱柯、中信农业共同出资成立中普生物制药有限公司。中牧股份以实物加现金方式出资 16,975 万元，股本占比 48.5%；普莱柯以现金方式出资 16,275 万元，股本占比 46.5%；中信农业以现金方式出资 1,750 万元，股本占比 5%。中牧股份实物出资为中牧保山厂全部资产，中普生物则在原保山厂基础上升级。

中牧保山厂主要生产口蹄疫疫苗，原厂能 6 亿毫升，占中牧股份口蹄疫总产能约 28%。中牧与民企出身但在基因工程技术方面有特色优势的普

莱柯联手，在产品、渠道、品牌、机制等方面优势互补，以期未来口蹄疫市场苗市场竞争力能够进一步提高。

### 三、口蹄疫技改有成效，竞争力大增

#### 3.1、口蹄疫行业竞争格局较好

**口蹄疫疫苗需求刚性，市场规模大。**口蹄疫因传播快、烈性、致死率高，一直是国家强制免疫病种，具有刚性需求。口蹄疫是目前国内单一品类体量最大的动物疫苗产品，其主要免疫对象是猪牛羊。经测算估计 2017 年口蹄疫市场总规模为 37.6 亿元，其中市场苗为 21.6 亿元，招标苗为 16 亿元。从行业角度观察，规模化养殖防疫要求更为严格，近年规模养殖户占比不断提升，口蹄疫渗透率仍有提升空间。

表 3、口蹄疫主要生产单位

主要口蹄疫疫苗产品	生产单位
猪口蹄疫 0 型灭活疫苗 (0/Mya98/XJ/2010 株 +0/GX/09-7 株)	天康生物、金宇保灵、中牧实业、内蒙古必威安泰、杨凌金海
猪口蹄疫 0 型合成肽疫苗 (多肽 2600+2700+2800)	中联生物
猪口蹄疫 0 型灭活疫苗 (0/MYA98/BY/2010 株)	中农威特
猪口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-III 株)	天康生物
口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-III 株) (悬浮培养工艺)	天康生物、内蒙古必威安泰、杨凌金海
口蹄疫型灭活疫苗 (OHM/02 株)	天康生物
猪口蹄疫 (0 型) 灭活疫苗 (0/Mya98/XJ/2010 株 +0/GX/09-7 株)	天康生物
猪口蹄疫型合成肽疫苗 (多肽 TC98+7309+TC07)	天康生物
猪口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗 (Re-0/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株)	金宇保灵
口蹄疫 0 型灭活疫苗 (OJMS 株)	金宇保灵、中农威特
口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗 (0/MYA98/BY/2010 株 +Re-AWH/09 株)	金宇保灵、中农威特
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)	中牧实业
猪口蹄疫 0 型合成肽疫苗 (多肽 98+93)	中牧实业
口蹄疫型灭活疫苗 (OS 株)	中牧实业
猪口蹄疫 0 型、A 型二价合成肽疫苗 (多肽 2700+2800+MM13)	中联生物

资料来源：公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

**政策与行业发展均有利于口蹄疫疫苗市场苗受众增加。**行业角度，招标苗质量较次，随着国家强制免疫补助政策持续推进，部分地区实施“先打后补”政策，提高防疫效果是政策取向；规模养殖户免疫习惯更先进，

更倾向于采购高品质的市场苗。文献表明规模养殖场的免疫抗体合格率均高于散养户，例 2013 年山东烟台市规模养殖场的免疫抗体合格率比散养户高 48.5 个百分点，2015 年宁夏平罗县规模养殖场免疫抗体合格率比散养户高 15.3 个百分点。

### 3.2、工艺提升，市场苗体量稳增

**攻克无血清悬浮培养工艺，大幅提高制备效率和产品质量。**2009 年以前，国内口蹄疫生产均采用细胞瓶贴壁培养的方式来生产口疫疫苗，但存在转瓶数量多，占用车间面积大，生产效率低等问题。2009 年 4 月，金宇保灵生物药品有限公司用生物反应器生产牛口蹄疫疫苗获得注册批准，标志国内用生物反应器悬浮培养细胞生产兽用疫苗的时代到来。公司在悬浮培养工艺上，首创无血清培养，进一步提高工艺水平。

表 4、不同培养工艺的差别

项目	无血清悬浮培养工艺	有血清细胞悬浮培养	单层细胞转瓶培养
杂蛋白	显著降低杂蛋白含量	虽然相比转瓶培养，悬浮培养工艺具有制备抗原快速，避免污染、提高疫苗质量等特点，但动物血清的使用，增加了后期纯化工作，还会导致一定程度的副反应。	劳动量大，生产过程中难以保证生物安全，而且存在疫苗质量不稳定、易污染，注射动物体内存在一定的副反应等情况，是一种逐渐被淘汰的口蹄疫抗原制备方法。
抗原含量	极大提高有效抗原含量		
污染	有效避免污染		
纯化难度	质量更均一、稳定减少后期纯化工作，提高了疫苗的质量。在实际生产中避免了外源性动物蛋白的污染及免疫副反应的发生，是目前口蹄疫抗原制备的优选方法。		

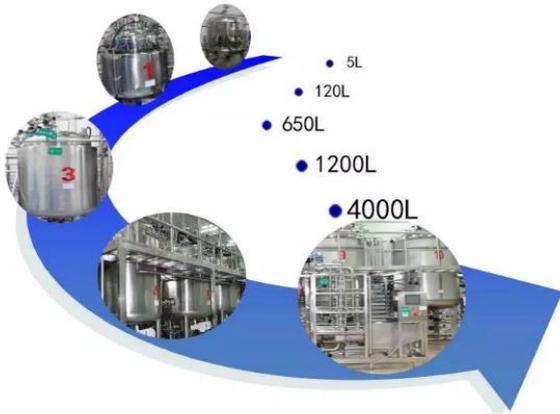
资料来源：公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

公司投入 5.5 亿元在兰州生物药厂建成口蹄疫悬浮培养生产车间和国内动物疫苗检测水平最高的质检中心，于 2014 年通过 GMP 验收，在保山生物药厂建成了我国西南地区最大的口蹄疫悬浮生产车间。中牧股份无血清悬浮培养从起先的 5L 细胞培养罐、逐级扩大培养至 120L、650L、1200L 和 4000L，年产量高达 37 亿毫升。

**稳扎稳打，聚集后发优势。**公司在口蹄疫市场苗领域是后入者，金宇、中农威特等在口蹄疫市场占据较大份额。但公司通过技改，产品质量显著提高。技改后两大亮点：1、国际首创无血清培养工艺，实际生产中避免了外源性动物蛋白的污染及免疫副反应的发生；2、独创五级纯化浓缩工艺，杂蛋白去除率达 99% 以上；抗原浓缩 100 倍以上；彻底去除

3ABC 非结构蛋白：彻底去除细胞核酸，使得有效抗原浓缩 10 倍以上，疫苗品质达到国际先进水平。

图7、细胞悬培养罐逐级扩大



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、五级纯化浓缩工艺



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**营销发力，抢占市场份额。**在提高口蹄疫市场苗质量的同时，公司坚持技术营销、会议营销、微信宣传等有效手段加大市场推广力度，累计召开技术推广会议 100 多场次，以技术促营销。销售服务上，公司生物制品销售团队重新划分，三部门专门负责口蹄疫市场苗，人员配置由兼职的 3 人提升至 30 人全职，并且配有专门的专业技术人员展开售后服务。

公司拥有中牧连锁 60% 股权，有较成熟的销售网络资源基础。公司目前主要以大规模养殖企业为主要对象，后续将扩大范围，中牧口蹄疫市场苗份额仅 4%，后续发力有望扩大份额。从 2017 推广后至今的情况看，公司口蹄疫高端苗已成功进入国内多个大型养殖集团，产品使用良好，采购比例稳步上升。

## 四、饲料、兽药稳健发展

### 4.1、饲料：行业景气，增长稳健

**饲料产业规模大，环保高压加速行业洗牌。**2011 年我国首次超越美国成为全球第一大饲料生产国，2018 年饲料年产量 2.2 亿吨，近年基本保持稳定。行业竞争较为激烈，多轮周期、原材料波动、环保管制等洗牌过后，各品种都逐步进入大场稳步扩张、小场散失竞争力的格局中。

**蛋禽为主，横向积极扩张。**公司饲料产品包括预混合饲料和复合维生素。预混合饲料是饲料产品的核心部分，是生产浓缩饲料与配合饲料的核心原料，占饲料总量的比例最低，毛利率最高。其中公司自产的多维饲料产量位居国内第二。同时公司战略性持有金达威 20%以上股权并维持贸易业务，将原料采购优势与产品定价策略有效结合，多维产品毛利率和新开发客户数量均有增长。公司在保持传统产品优势同时，积极建立主料产品销售队伍，进军猪料市场。

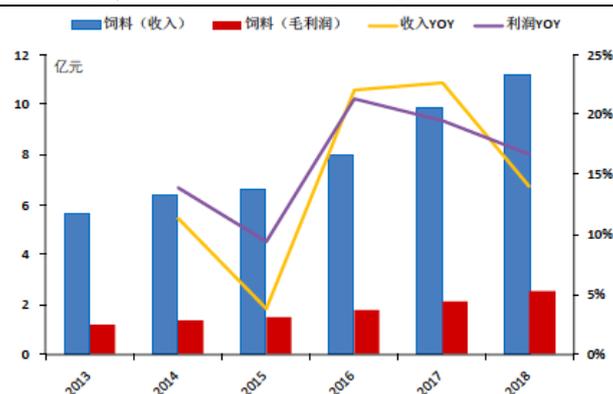
**行业景气，饲料板块持续增长。**2018 全年公司饲料销量 11.24 万吨，同比增长 6.73%，公司饲料板块销售收入 11.2 亿元，同比增长 13.96%，毛利率 22.32%，上升 0.52 个百分点。2019 年，得益于蛋禽行业的持续景气，公司饲料板块有较好发展。

图9、蛋禽行业景气向上



资料来源：芝华数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、饲料板块收入、毛利和增速



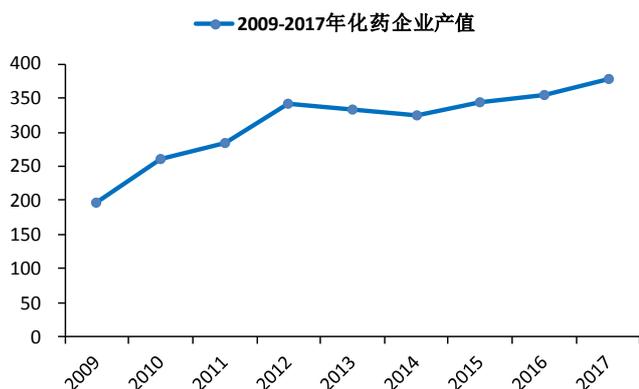
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.2、兽药：短期因限抗受挫，降本增效利好中长期

**化药行业起步较晚，集中度有较大提升空间。**相比欧美发达国家，我国兽药行业起步较晚，产品种类较单一。近年来，GMP 认证、环保规范化等因素不断促使产业升级，集中度提升。根据《兽药产业报告》，2012 年至 2017 年，我国兽药产业销售额年复合增长率为 3.36%，

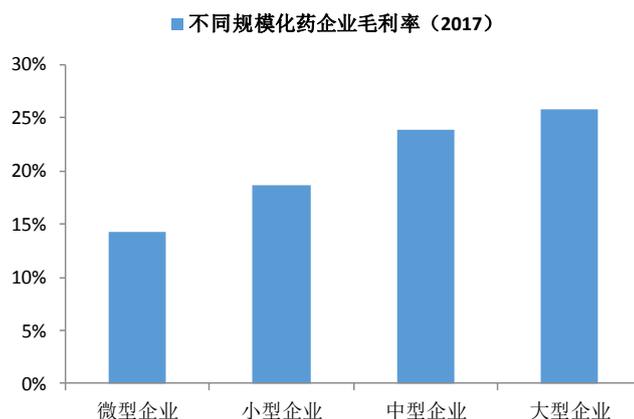
2017 年全国有 1644 家兽药生产企业，销售额 473.11 亿元，平均毛利 35.28%，销售额年复合增长率为 3.36%；其中 94 家兽用生物制品企业销售额 133.64 亿元，销售额前 10 名的企业总体销售额占比超 50%；1550 化药企业销售额 339.47 亿元，以中、小型企业为主，年销售额 2 亿元以上的大型企业占比不足 3%。

图11、化药产业规模持续扩张



资料来源：兽药产业报告 2017，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、大型企业毛利率更高

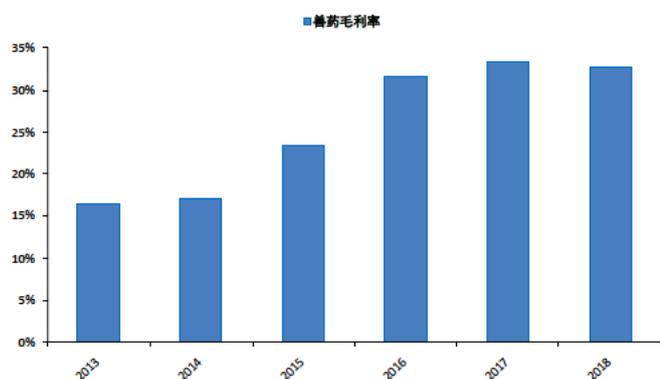


资料来源：兽药产业报告 2017，兴业证券经济与金融研究院整理

**精细化管理，降成本增毛利。**公司产品原以氟苯尼考、泰万菌素、喹乙醇、喹烯酮、泰妙菌素等原料药为基础，延伸至多个品种规格的制剂产品。多个产品进入包括中粮、双胞胎、温氏、牧原等在内的大型养殖企业和饲料企业。2018年，公司化药营业收入9.04亿元，同比增长6.77%；毛利2.95亿元，同比增长4.95%。毛利率为32.64%，在行业内属较好水平。

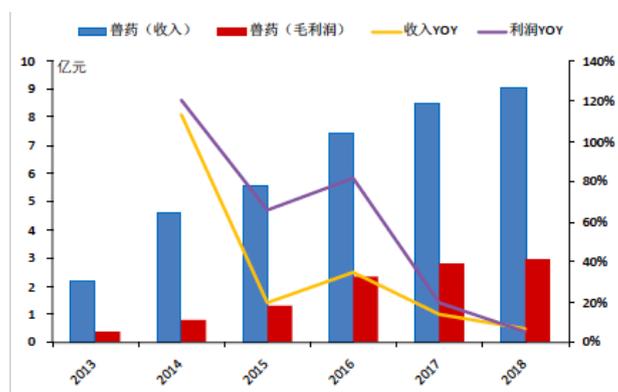
**短期受挫，长期趋势向好。**2018年1月12日，农业部（现农业农村部）发布第2638号公告，决定停止喹乙醇、氨苯胂酸、洛克沙胂等3种兽药用于食品动物。2018年5月1日起要求停止生产，产品批准文号同时注销，2018年底停售。由于喹乙醇原先是公司化药第一大品种，加之今年湖北安达因环保停产，短期受挫。但中长期看，公司推出高毛利新品以及海外拓展均比较顺利，趋势有望逐步向好。

图13、兽药板块毛利率趋势提升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、兽药板块收入、毛利率和增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 五、养殖后周期近在咫尺

### 5.1、景气滞后于下游养殖

根据 2017 年数据，国内动物疫苗产业总销售额 134 亿元，其中强免类近 60 亿元，非强免 75 亿元。动物疫苗主要为猪用和禽用，禽苗下游集中度高，疫病种类多，大单品少，利润水平总体偏低。而猪苗下游养猪产业体量大，且集中度低，生长周期长，单体价值高，单个品种市场潜力大，单价和单位利润都更高，因此是市场化导向企业攻关的重点方向。

图15、不同种动物疫苗市场规模（2017年数据）

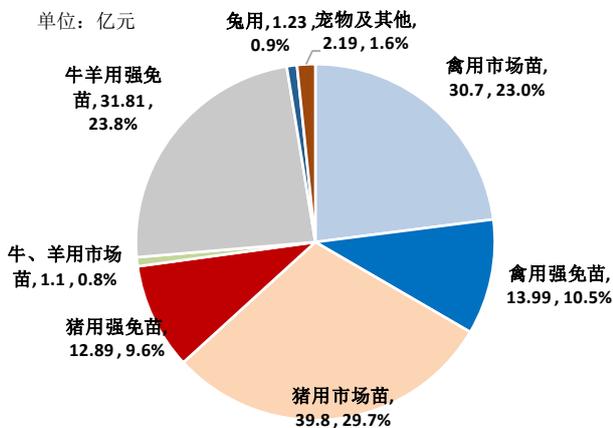
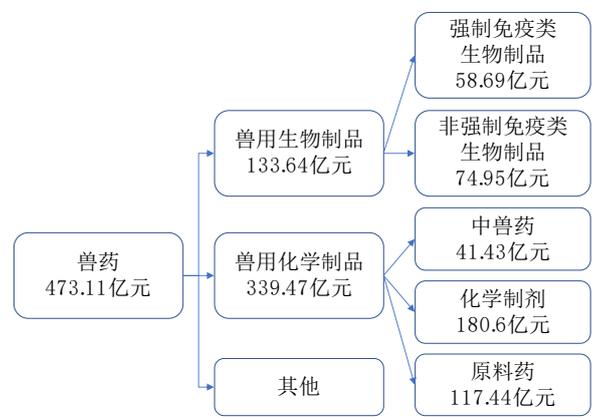


图16、疫苗属于兽药下兽用生物制品（2017年数据）



资料来源：兽药产业报告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：兽药产业报告，兴业证券经济与金融研究院整理

目前下游行业猪禽均回暖。2018 年以来因周期及非瘟双重影响，猪存栏下滑较多，价格持续创新高，后续有望继续上行。禽则是 2017 年禽流感冲击后，2018 年价格持续上行，2019 高位维持，企业盈利丰厚，产能虽低但已现回升趋势。

图17、猪价大涨，存栏持续下滑



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、禽价自 2017 年底至今持续走高

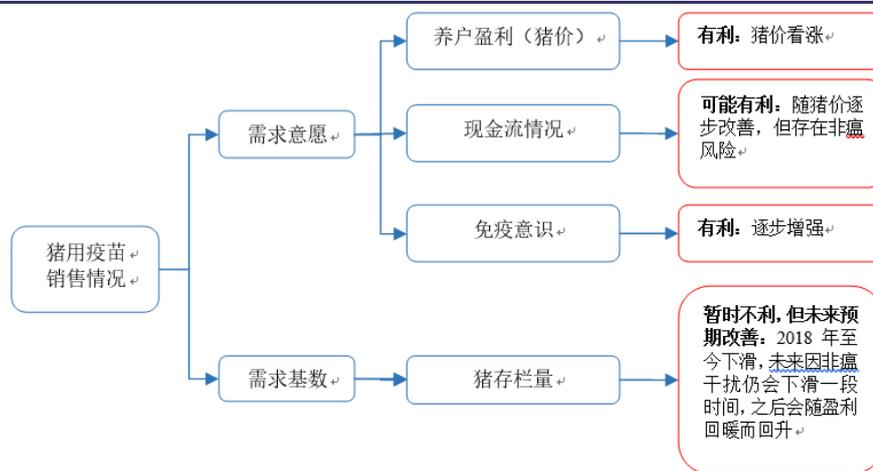


资料来源：公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

动物疫苗行业当前受猪少压制。动物疫苗属养殖后周期，主要关注需求意愿和需求基数两个方面，当前猪弱禽强，以猪为例，猪苗目前面临的核心问题是非瘟导致猪少，需求基数过低。

图19、疫苗行业运行规律与当期情况



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

### 5.2、生猪兑现价格上涨，非瘟干扰存栏仍需观测

养殖后周期有四个阶段，以前两轮周期复盘的情况说明：

2010年、2014-2015年：低迷期，生猪存栏探底，需求最弱；

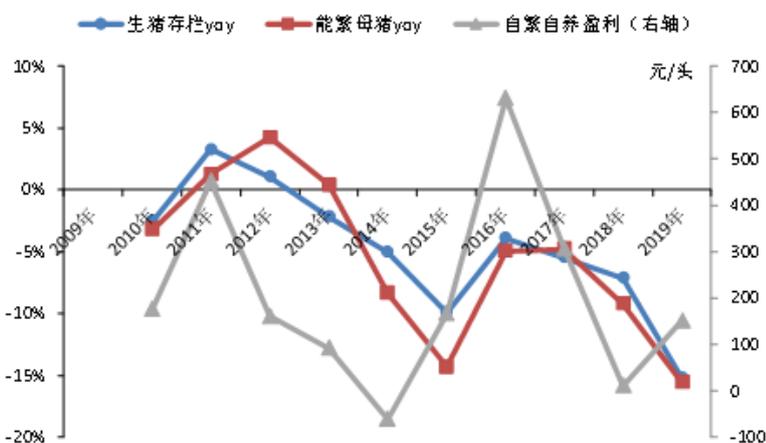
2011年、2016年：成长期，盈利改善，生猪存栏快速回升；

2012年、2017-2018年：收获期，盈利最佳，生猪存栏触及高点；

2013年、2018年：衰退期，盈利变差，生猪存栏再度下行；

2019年低迷时期已现，未来随猪价继续拔升、养殖规模恢复，进入新一轮成长期。

图20、生猪存栏水平对应上两轮养殖“后周期”不同阶段

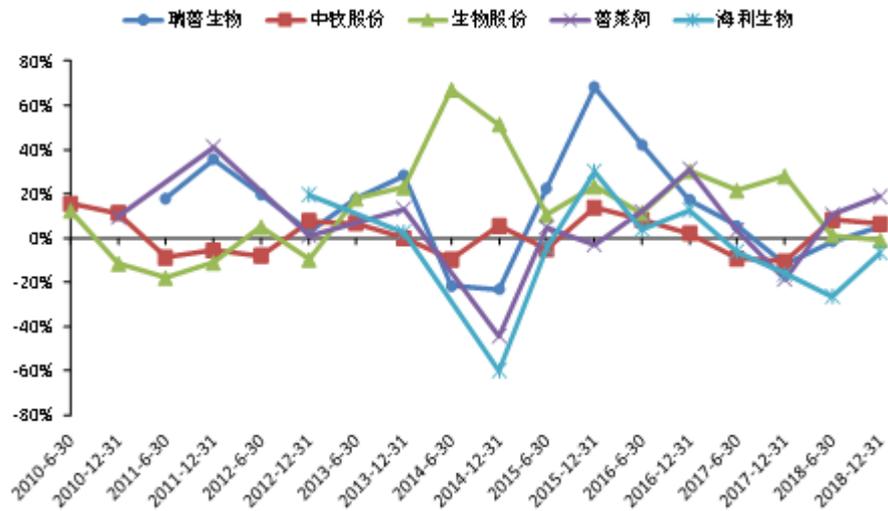


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

上市公司以猪苗为主，目前受周期抑制。前文有述，禽苗盈利整体弱于猪苗，从上市公司角度，除个别企业外，板块主要受猪苗主导。上市公司历史收入表现与周期相关，2014 年表现低迷（猪周期磨底 2 年），2015 至 2017 年明显回暖，2018 年再度走低。

图 21、上市公司收入增速基本与生猪周期匹配



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注 1：瑞普生物、中牧股份取兽用生物制品和生物制品收入，其余取营业收入

注 2：异常值主要是公司自下而上的变化，如生物股份 2013 年-2014 年受市场 A 型猪苗大单品驱动带来的快速增长，以及 2017 年普莱柯、中牧等因蓝耳、猪瘟取消招采收入明显下滑。

## 六、以史为鉴：2006 年高致病性蓝耳病复盘

目前行业第一大问题是非洲猪瘟肆虐，疫苗推出节奏是市场关注重点。就此我们也复盘了 2006 年高致病性蓝耳发作时疫情发展、疫苗研发和推出的情况，供投资者参考。

### 6.1、常规的动物疫苗推出路径

#### 一、实验室（临床前）研究：

1、从事病原体等实验活动的单位必须获得农业部的实验活动批准文件。

2、在初步提示工艺可控、质量稳定及安全有效的前提下，可以向农业部申请进行临床试验。

## 二、中试研究：

1、企业获发疫苗临床批件后，向农业部提出疫苗一次性临床试验机构认定申请。

2、农业部对疫苗临床试验机构进行现场检查，符合要求的，农业部核发一次性临床试验机构批件，方可进行临床试验。

## 三、临床审批：

农业部应当自受理申请之日起 60 个工作日内做出是否批准的决定，确定试验区域和试验期限，并书面通知申请人。

## 四、临床试验：

1、临床试验批准后应当在 2 年内实施完毕。逾期未完成的，可以延期一年，但应当经原批准机关批准。”

2、临床试验完成后，申请人应当向农业部提交批准的临床试验方案、试验结果及统计分析报告，并附原始记录复印件。

3、基因工程疫苗需进行农业转基因生物实验，一般应当经过中间试验、环境释放和生产性试验三个阶段。

## 五、新药注册：

1、申请：完成临床试验后，向农业部提出生产申请，包括申请报告、研究报告、应用证明等技术资料。

2、预审：农业部对申报的材料进行预审。预审应在 10 个工作日内完成。

3、初审：预审通过的产品，由农业部开具受理函件，并将技术资料转审评办，由其进行初审，并形成初审意见。

4、复核检验：根据初审意见，由中国兽医药品监察所进行质量复核检验。复核检验应当在收到全部检验所需物品的 120 个工作日内完成。

5、复审：农业部根据临床药效报告、质量复核报告及质量标准草案等资料决定是否复审。需复审的产品，通知审评办组织复审并提出复审意见。

6、农业部畜牧兽医局根据复审意见批准并以部文形式发布，同时核发《新兽药证书》。

**六、批文生产：**

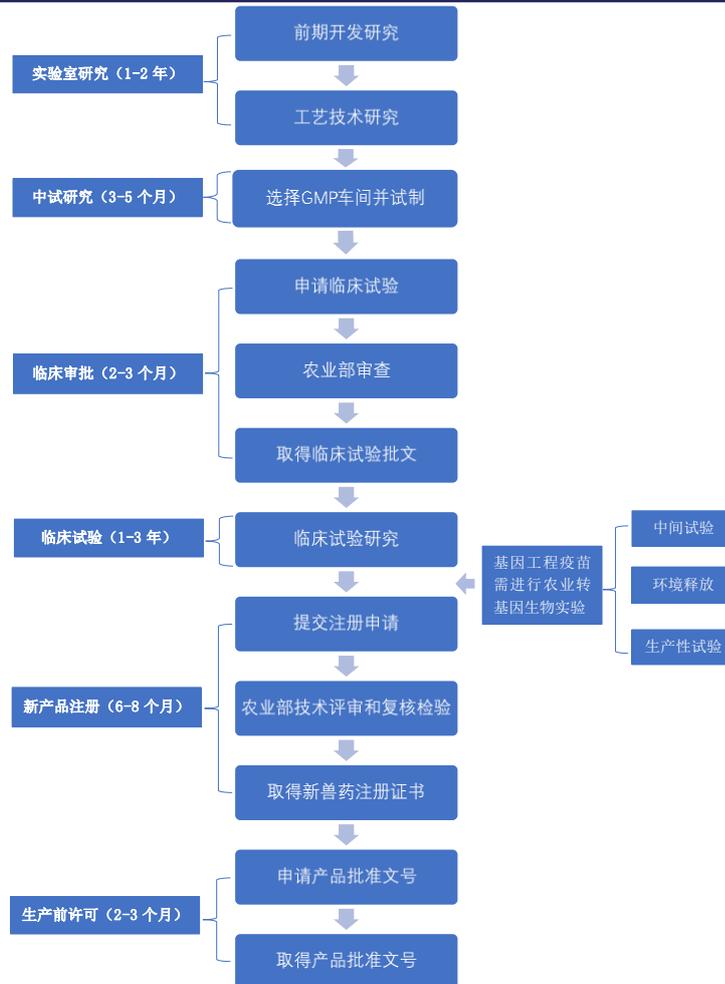
1、申请人持申请材料向农业部提交申请，农业部自受理之日起5个工作日内将申请资料送中国兽医药品监察所进行专家评审，并自收到评审意见之日起15个工作日内作出审批决定。

2、符合规定的，核发兽药产品批准文号，批准标签和说明书。

3、农业部核发的产品批准文号有效期为5年。

4、禁止性要求：申请兽药产品批准文号连续2次复核检验结果不符合规定的，1年内不再受理该兽药产品批准文号的申请。对有证据表明存在安全隐患的兽药产品，农业农村部暂停受理该兽药产品批准文号的申请；已受理的，中止该兽药产品批准文号的核发。

**图22、常规动物疫苗推出时间轴**



资料来源：公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

## 6.2、高致病性蓝耳疫苗研发销售始末

### ● 疫情传播广，致死率高

**变异的蓝耳病病毒。**2006年6月，江西首发“高热病”，后迅速在全国扩散。2007年初，“高热病”致病原因确定为变异的蓝耳病病毒，即“高致病性蓝耳病”。

图23、传统蓝耳病和高致病性蓝耳病的比较

	传统蓝耳病	高致病性蓝耳病
代表毒株	VR-2332	变异株 NVDC-JXA1
流行方式	传播较慢	传播迅速，发病面广
临床特征	主要引起母猪尤其怀孕后期的母猪早产、死胎；新生仔猪的大量死亡。生长育成猪多不表现临床症状。	引起各段怀孕母猪的流产、死胎和木乃伊，除断生仔猪死亡外，生长育成猪（体重30-80公斤）发病率和死亡率也极高。综合特征是表现三高现象即体温高、发病率高、死亡率高。
病理变化	主要是肺部、胸膜及淋巴结的病理变化。	肺部、胸膜及淋巴结的病理变化外还可见脑膜病变。
检测RT-PCR	无	400bp

资料来源：《猪繁殖与呼吸综合症的防制》，兴业证券经济与金融研究院整理

**急性、高致死性疫病。**根据公开的历史资料，高蓝的情况很类似当前的非瘟，也曾面临治疗无效，死亡率高的情况。传播迅速，仔猪发病率可达100%、死亡率最高可达70%；育肥猪死亡率可达20%-30%；母猪流产率可达30%以上。

**传播广泛，疫情严重，全国普遍发病。**据农业部《兽医公报》，2006年6月，中国共有12个省份暴发“猪蓝耳病”疫情28次，死亡数从数头到数十头不等，其中猪感染数量最多的广东省，报告病例达543头。据农业部统计，2007年1-5月，全国有22个省份先后发生高致病性猪蓝耳病疫情。疫情县次194个、疫点289个，发病猪45858头，死亡18597头，扑杀5778头。与目前非瘟外报情况不相上下。

### ● 灭活苗研发历时4个月，快速投入使用

**2005年以前，国内在防制猪蓝耳病防控方面较弱。**2005年德国勃林格殷格翰药业有限公司出品的猪蓝耳病疫苗(ATCCVR-2332株)进入中国市场。当时由于国内猪蓝耳病的危害越来越大，免疫接种后也可获得比较好的效果，该疫苗迅速铺开。但疫苗价格较贵，达16-18元/头份，且对变异后的高致病性蓝耳无效。

2007年1月，确定了高致病性猪蓝耳病病毒。2006年3月，农业部成立了中国动物疫病预防控制中心和中国兽药监察所，2006年9月农锁定病毒，2007年1月份完成对变异病毒的全序列分析，正式确定高致病性猪蓝耳病病毒。

90多天研制出新型疫苗。在确认病毒后不到三个月的时间，兽药监察所完成了灭活疫苗的研究，其实验室保护率超过80%。此次疫苗研制工作为后续高致病性猪蓝耳病的防控工作提供了基础支撑。

2007年1月，农业部批准猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗（NVDC-JXA1株）用于紧急防控，并对相关企业核发了临时生产文号。

2007年3月份农业部颁布了《高致病性猪蓝耳病免疫规范》和《猪病免疫技术方案》。同时，加快了高致病性猪蓝耳病有关疫苗的研制。

2007年4月29日用变异株研制的高致病性猪蓝耳病疫苗通过农业部兽药评审中心组织的快速评价。

2007年5月10日，正式批准新疫苗生产规程和质量标准。高致病性猪蓝耳病疫苗获得新兽药证书后，农业部立即安排中牧实业股份有限公司成都药械厂等12家兽用疫苗生产企业生产高致病性猪蓝耳病灭活疫苗。在研制疫苗的同时，农业部部加快组织建立快速诊断方法，成功研制出能够鉴别高致病性猪蓝耳病病毒的RT-PCR诊断试剂。

2007年6月13日，疫苗正式投入使用。据公开信息，2017年6月浙江易邦生物技术有限公司和中牧股份成都药械厂生产的首批高致病性猪蓝耳病疫苗经检验合格，首批疫苗53万毫升已正式下线。标志着针对高致病性猪蓝耳病的专用新型疫苗正式投入使用。14日，疫苗由农业部调拨到湖南、重庆、四川三省市。

2007年7月3日起，上海海利生物药品有限公司生产的第一批高致病性猪蓝耳病疫苗（18.3万毫升）由农业部统一调拨给上海市重大动物疫病防治指挥部。第二批疫苗100万毫升也于7月12日统一调拨给上海市重大动物疫病防治指挥部。

国家财政部给予大力支持。为了有效防止大面积的流行，中央财政对各地散养生猪免疫疫苗经费给予大力帮助。按生产计划，6月份可以生产疫苗7000多万毫升，7月份生产疫苗1.54亿毫升，8月份生产1.89亿毫升。政府采购和调拨的统一价格为每毫升0.8元(每头猪需两毫升)。据农业部信息，截至2017年8月28日，全国各地共使用猪蓝耳病疫苗3.8亿毫升，免疫生猪近1.5亿头。7月份发病数和死亡数分别比6月份下降51.5%和35.9%。

图24、2006年高致病性猪蓝耳病疫苗研发、推出事件轴



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

● 疫苗品种和推广过程

国内猪蓝耳病疫苗分为两类，灭活疫苗和活疫苗。高致病性蓝耳灭活苗为NVDC-JXA1株；活疫苗共有4种毒株，为经典株、江西株(JXA1-R)、湖南株(HuN4-F112)、天津株(TJM-92)。

图25、中国蓝耳病疫苗主要品牌



资料来源：《中国蓝耳病疫苗市场情况调研》，兴业证券经济与金融研究院整理

2007年，政府招标高致病性蓝耳病变异株(JXA-1株)灭活疫苗。国内12个疫苗公司获得临时生产许可，投入到6个省份的中试强制免疫当中；6月15日，中牧股份成都药械厂生产的首批高致病性猪蓝耳病的专用新型疫苗经检验合格，正式下线；同年7月，由哈尔滨兽医研究所

研制的猪蓝耳病活疫苗(CH-1R株)成功推出，这是首个国产猪蓝耳病活疫苗。

2009年，高致病性蓝耳病变异株(JXA1-R株)活疫苗由4家公司生产。分别是大华农公司、世纪元亨、中牧集团、内蒙古金宇集团股份有限公司。农业部批准该疫苗在湖南、湖北、江苏、江西、安徽、广东六省试用。

2010年，另一个高致病性蓝耳病变异株(HuN4-F112株)活疫苗上市。3家公司获得生产许可。蓝耳病疫苗生产企业分布在全国13个省，集中在黑龙江、吉林、江苏、四川、广东。

图26、中国蓝耳病疫苗生产企业分布(2016年)

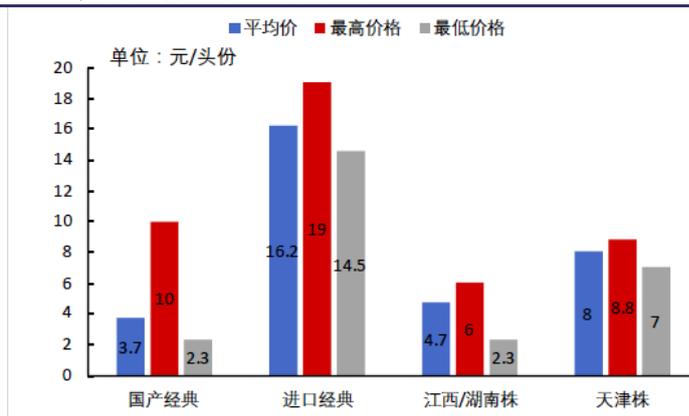


资料来源：青麦田数据库，兴业证券经济与金融研究院整理

**价格有分化。**据资料显示，蓝耳病疫苗江西株的市场平均价格为4.7元/头份，各生产企业价格有所差异，大华农稍高，5.8元/头份；中牧为4.8元/头份左右。天津株则在8元/头份左右。

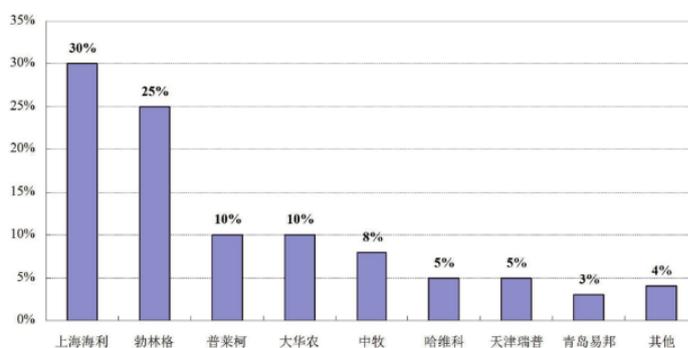
**不同毒株主要的生产企业。**据我们草根了解，不同毒株的受众有分化。参考《中国蓝耳病市场情况调研》，蓝耳病疫苗的5个毒株，养殖户听说和使用勃林格、经典株、江西株的较多；湖南株次之；天津株最少。经典株中，养殖户使用海利、哈维科和普莱柯的较多；江西株中，养殖户使用大华农、中牧股份和武汉中博的较多；湖南株中养殖户使用哈维科较多。

图27、中国不同毒株蓝耳病疫苗的价格（2016）



资料来源：《中国蓝耳病疫苗市场情况调研》，兴业证券经济与金融研究院整理

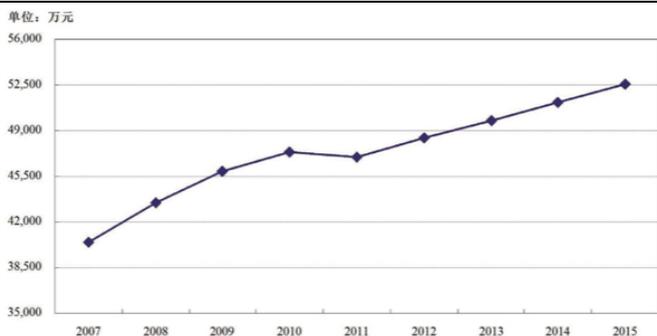
图28、中国大规模猪场蓝耳病疫苗主要品牌的使用（2016）



资料来源：《中国蓝耳病疫苗市场情况调研》，兴业证券经济与金融研究院整理

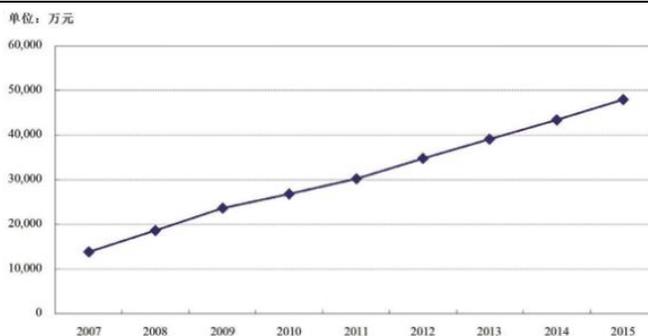
蓝耳病疫苗市场规模巅峰时约 10 亿，强免取消则大幅下滑。参考行业信息估算，2012 年全国强制免疫蓝耳疫苗的市场规模为 4.8 亿元，2015 年达到 5.3 亿元左右。2012 年商业化蓝耳疫苗的市场规模为 3.5 亿元左右，2015 年接近 5 亿。总体蓝耳规模或在 10 亿左右，2016 年强免取消后大幅下滑。

图29、中国猪蓝耳病政府苗的市场规模



资料来源：《中国蓝耳病疫苗市场情况调研》，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、中国猪蓝耳病商业化疫苗的市场规模



资料来源：《中国蓝耳病疫苗市场情况调研》，兴业证券经济与金融研究院整理

- 高蓝强制免疫政策于 2016 年取消

2007 年国家开展对高致病性蓝耳疫苗的统一采购。统一采购强制免疫的目的主要是保证生物安全，但强免制度也存在部分问题。一方面，招采产品由于竞争、财政预算、招投标机制等因素，价格普遍较低，直接导致产品质量难以保证。第二，基层兽医体系管理不够完善，疫苗配送过程中冷链常有疏漏，更导致免疫效果受损。

2016 年国家取消高蓝强制免疫。2016 年 7 月 21 日，农业部联合财政部发布公告，猪瘟与高致病性蓝耳病暂不实施强制免疫政策，有条件的养殖场可先打后补。逐步实现养殖场自主采购、财政直补。2017 年 3 月 15 日，农业部公布了《2017 年国家动物疫病强制免疫计划》，正式取消了对猪瘟、猪高致病性蓝耳病的强制性免疫措施，仅要求对猪瘟、高致病性猪蓝耳病免疫工作，各地应按照国家防治指导意见执行。

### 6.3、目前非洲猪瘟疫苗研发进展和结论

2018 年 8 月 1 日，辽宁省首例猪瘟疫情。辽宁省沈阳市沈北新区某养殖户的生猪发生疑似非洲猪瘟疫情，存栏 383 头，发病 47 头，死亡 47 头。8 月 3 日，经中国动物卫生与流行病学中心（国家外来动物疫病研究中心）确诊，该起疫情为非洲猪瘟疫情。

2018 年 8 月 14 日，河南省第二例猪瘟疫情。河南省郑州市经济开发区某食品公司屠宰场的一车生猪发生不明原因死亡，共 260 头，发病 30 头，死亡 30 头。8 月 16 日凌晨，经中国动物卫生与流行病学中心国家外来动物疫病研究中心确诊，该起疫情为非洲猪瘟疫情。

截至 2019 年 1 月 16 日，全国发生 102 起疫情，分布在 24 个省份、74 个地市、84 个区县，累计扑杀生猪 91.6 万头。非洲猪瘟疫情的出现，对我国养猪行业及相关企业带来了较大的损失。

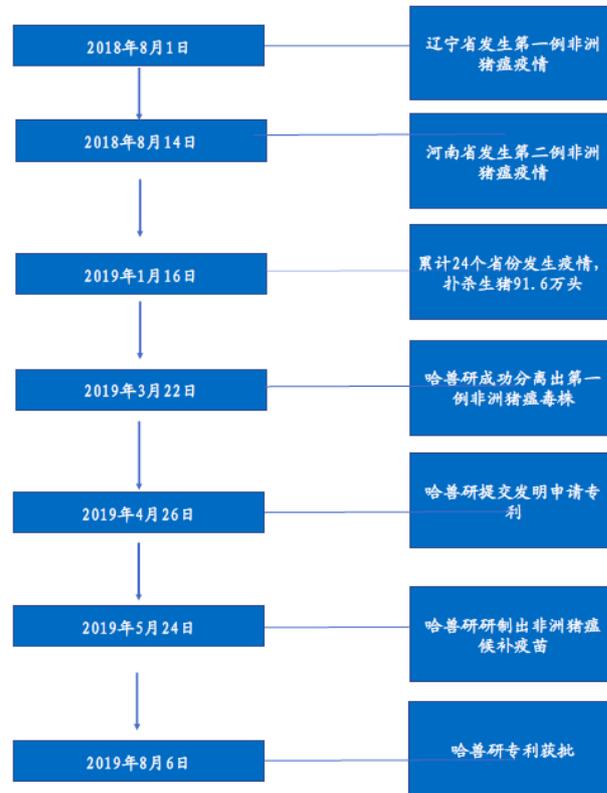
2019 年 3 月 22 日，中国农业科学院哈尔滨兽医研究所国家非洲猪瘟专业实验室成功分离出我国第一个非洲猪瘟病毒毒株（Pig/HLJ/18）。建立了病毒细胞分离及培养系统和动物感染模型，对其感染性、致病力和传播能力等生物学特性进行了较为系统的研究，并揭示了我国非洲猪瘟流行毒株的基因组特点和进化关系。

2019年4月26日，哈兽研(中国动物卫生与流行病学中心哈尔滨分中心)提交发明专利。发明名称：基因缺失的减毒非洲猪瘟病毒及其作为疫苗的应用。公告表示，经实验表明：获得MGF360-505R缺失和CD2V与MGF360-505R联合缺失的基因缺失病毒，均能提供对非洲猪瘟中国流行强毒株的100%免疫保护。

2019年5月24日，哈兽研研制出非洲猪瘟候补疫苗。实验室研究结果表明，其具有良好的生物安全性和免疫保护效果。

2019年8月6日，哈兽研非洲猪瘟疫苗专利申请获批。

图31、非洲猪瘟疫情、疫苗研发事件轴



资料来源：公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

疫苗研发速度与紧迫性、投入力度相关，审批进度在特殊情况下有灵活调整的空间。2006年高致病性蓝耳病疫情发生时，农业部及时部署有关科研单位加强对高致病性猪蓝耳病疫苗的研制。在农业部新成立的中国动物疫病预防控制中心和中国兽药监察所科研人员的辛勤努力下，用不

到三个月的时间,完成了疫苗的研究。可以说一定程度上取决于国家速度。

参考 2007 年蓝耳疫苗的研发生产情况:

- (1) 审批走绿色通道, 全程最快速度推进;
- (2) 为抓好新疫苗的生产, 农业部组织召开疫苗生产企业负责人会议, 要求各企业以高度责任感加快疫苗生产进度。农业部向每家疫苗厂都派驻厂监督员, 对疫苗生产、调拨实行日报管理, 对疫苗使用情况进行跟踪。

## 七、盈利预测

动保行业兼具养殖后周期及非瘟疫苗期权两大利好, 中牧股份资质出色, 治理改善, 业绩或步入向上区间。不考虑未落地产品, 经调整, 我们预计 2019-2021 年公司 EPS 0.46 元、0.55 元和 0.67 元, 对应 2019 年 10 月 11 日股价 PE31.6、26.0 和 21.6 倍, 维持“审慎增持”评级。

表 5、业务拆分 (单位: 百万元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	4,018.3	4,212.5	3,983.9	4,048.1	4,404.9	4,503.9	4,862.2	5,282.3
yoy		5%	-5%	2%	9%	2%	8%	9%
成本	3,056.6	3,122.3	2,789.8	2,910.2	3,105.3	3,174.0	3,386.1	3,625.8
毛利	961.7	1,090.2	1,194.1	1,137.9	1,299.7	1,329.9	1,476.1	1,656.5
毛利率	24%	26%	30%	28%	30%	30%	30%	31%
归母净利润	290.0	275.7	334.4	399.9	415.6	384.7	467.0	562.0
yoy		-5%	21%	20%	4%	-7%	21%	20%
营业费用	411.7	432.0	486.4	466.5	479.2	495.4	534.8	581.1
管理费用	323.7	353.3	374.5	262.1	275.6	418.9	452.2	491.3
财务费用	3.8	7.1	30.7	39.9	44.2	60.3	51.8	51.8
投资收益	112.5	36.4	170.7	290.2	217.2	173.8	191.2	210.3
<b>生物制品业务</b>								
收入	1,184.8	1,247.9	1,339.0	1,173.7	1,257.1	1,301.4	1,442.0	1,577.3
yoy		-2%	5%	4%	-10%	7%	4%	11%
成本	516.7	515.0	599.1	563.2	542.4	544.0	574.0	603.5
毛利率	61%	59%	54%	52%	57%	58%	60%	62%
毛利	668.1	733.0	704.5	610.5	714.7	757.4	867.9	973.8
yoy		0%	10%	-4%	-13%	17%	6%	15%
<b>兽用药物制剂</b>								
收入	460.5	552.1	743.8	846.4	903.7	768.1	729.7	802.7

yoy	113%	20%	35%	14%	7%	-15%	-5%	10%
成本	382.3	422.7	508.8	565.3	608.7	517.4	486.7	530.1
毛利率	17%	23%	32%	33%	33%	33%	33%	34%
毛利	78.2	129.4	234.9	281.1	295.0	250.8	243.0	272.6
<b>饲料添加剂</b>								
收入	632.0	656.1	800.9	982.8	1,120.0	1,344.0	1,545.6	1,700.1
yoy	11%	4%	22%	23%	14%	20%	15%	10%
成本	496.9	508.3	621.7	768.5	870.0	1,044.0	1,205.5	1,326.1
毛利率	21%	23%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
毛利	135.2	147.8	179.3	214.3	250.0	300.0	340.0	374.0
<b>原料贸易</b>								
收入	1,741.0	1,756.3	1,100.2	1,045.2	1,124.2	1,090.4	1,145.0	1,202.2
yoy	7%	1%	-37%	-5%	8%	-3%	5%	5%
成本	1,660.8	1,676.3	1,060.2	1,013.2	1,084.3	1,068.6	1,119.8	1,166.1
毛利率	5%	5%	4%	3%	4%	2%	2%	3%
毛利	80.2	79.9	40.0	32.0	39.9	21.8	25.2	36.1

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

## 八、风险提示

研究进度不达预期，动物疫病，农产品价格波动，政策风险

## 附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3722	4363	4858	5457
货币资金	841	1433	1779	2277
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	260	245	276	299
其他应收款	56	78	83	83
存货	770	710	782	847
<b>非流动资产</b>	3121	2723	2601	2475
可供出售金融资产	34	34	34	34
长期股权投资	710	615	638	654
投资性房地产	11	4	5	6
固定资产	1401	1310	1190	1055
在建工程	102	51	25	13
油气资产	0	0	0	0
无形资产	540	557	564	566
<b>资产总计</b>	6843	7086	7459	7932
<b>流动负债</b>	2301	1120	1108	1147
短期借款	84	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	263	274	294	311
其他	1953	845	814	836
<b>非流动负债</b>	57	19	35	37
长期借款	0	0	0	0
其他	57	19	35	37
<b>负债合计</b>	2358	1138	1143	1184
股本	602	842	842	842
资本公积	854	613	613	613
未分配利润	2241	2490	2809	3179
少数股东权益	490	519	548	579
<b>股东权益合计</b>	4485	4753	5121	5553
<b>负债及权益合计</b>	6843	5891	6264	6737

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	416	385	467	562
折旧和摊销	172	183	189	191
资产减值准备	18	4	16	12
无形资产摊销	47	41	43	44
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	43	60	52	52
投资损失	-217	-174	-191	-210
少数股东损益	34	29	30	31
营运资金的变动	-307	54	-178	-68
<b>经营活动产生现金流量</b>	186	635	418	569
<b>投资活动产生现金流量</b>	134	242	111	142
<b>融资活动产生现金流量</b>	24	-286	-182	-213
现金净变动	345	592	347	498
现金的期初余额	496	841	1433	1779
现金的期末余额	841	1433	1779	2277

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	4434	4504	4862	5282
营业成本	3126	3174	3386	3626
营业税金及附加	34	32	37	40
销售费用	479	495	535	581
管理费用	276	419	452	491
财务费用	44	60	52	52
资产减值损失	18	22	21	21
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	217	174	191	210
<b>营业利润</b>	513	474	570	681
营业外收入	10	10	8	9
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	521	483	577	690
所得税	71	70	81	97
净利润	450	414	497	593
少数股东损益	34	29	30	31
<b>归属母公司净利润</b>	416	385	467	562
<b>EPS(元)</b>	0.49	0.46	0.55	0.67

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	9.0%	1.6%	8.0%	8.6%
营业利润增长率	4.4%	-7.5%	20.3%	19.5%
净利润增长率	3.9%	-7.4%	21.4%	20.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	29.5%	29.5%	30.4%	31.4%
净利率	9.4%	8.5%	9.6%	10.6%
ROE	10.4%	9.1%	10.2%	11.3%

资产负债率	34.5%	19.3%	18.2%	17.6%
流动比率	1.62	3.90	4.38	4.76
速动比率	1.27	3.24	3.65	3.99
<b>营运能力</b>				
资产周转率	67.6%	64.7%	66.9%	68.6%
应收帐款周转率	1324.9%	1303.7%	1363.7%	1346.3%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.49	0.46	0.55	0.67
每股经营现金	0.22	0.75	0.50	0.68
每股净资产	4.74	5.03	5.43	5.90
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	29.2	31.6	26.0	21.6
PB	3.0	2.9	2.7	2.4

### 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或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信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyq.com.cn	邮箱: research@xyq.com.cn	邮箱: research@xyq.com.cn