

中牧股份（600195）

动保龙头勇挑大梁，疫苗化药双轮驱动加速发展！

中牧股份深耕动保行业，市场化机制激活企业活力

公司业务涵盖兽用生物制品、兽用化药、饲料及饲料添加剂、贸易四大板块，产业集群技术工艺领先、产品品类丰富。其动保研发历史悠久，拥有超过 80 年的生产和销售经验。公司积极推进市场导向改革，2018 年入选国企改革“双百行动”企业名单，持续推行科学的股权激励和科研绩效管理，同步激活企业管理与科研动力。

下游养殖免疫程序逐步回暖，动保行业迎景气周期

下游养殖免疫程序有望逐步回暖，拉动动保需求修复，叠加生猪补栏速度缓慢，有望延长 2023 年生猪景气周期，从而拉长动保景气周期时间。长期来看，规模化养殖场平均医疗防疫费较散户高出近 40%，生猪养殖企业持续规模化趋势正带动动保需求的持续成长。

生药化药双轮驱动，“产品+品牌+渠道”共筑企业护城河

公司疫苗业务拥有多个生产基地，产品线布局覆盖较完整，口蹄疫产品方面，公司及子公司中普生物均为国内仅有的 8 家指定口蹄疫定点生产企业；除此以外，公司圆环、伪狂犬等疫苗均有多种优势毒株产品；化药方面，公司几大化药生产基地，产品覆盖泰妙菌素、泰万菌素原料药、氟苯尼考原料药等主要产品。2022 年与生猪养殖龙头牧原股份合资设立化药公司，有望进一步巩固和强化公司兽用化药领域的领先市场地位。

非瘟疫苗市场规模有望突破 300 亿，公司有望受益

非洲猪瘟是生猪养殖业大痛点，非洲猪瘟防疫成本推动生猪养殖成本提升 1 元/公斤。我们预计非瘟市场苗的潜在规模有望达 300 亿元以上。在非瘟爆发之后，公司迅速推出非瘟快速检测试剂盒销售，其成都厂检测实验室作为第三方实验室开展非洲猪瘟病原分子生物学的检测工作。公司作为国内动保央企龙头勇挑大梁，对非瘟持续关注、研究并推出相关产品，其强大的生产条件和人员调动能力促进公司在非瘟疫苗研发、市场、销售方面取得扎实进展。

盈利预测：

预计公司 2022/23/24 年收入为 54.91/66.62/72.10 亿元，同比增长 3.58%/21.32%/8.22%，归母净利润 5.42/7.19/7.97 亿元，同比增长 5.46%/32.60%/10.94%。考虑公司研发生产能力业内领先，有望受益于非洲猪瘟疫苗放量，给予公司 2023 年 33 倍 PE，对应目标市值为 237 亿元，对应目标价格 23 元。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；进出口业务风险；动保行业景气度不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,998.68	5,301.57	5,491.27	6,662.12	7,209.78
增长率(%)	21.39	6.06	3.58	21.32	8.22
EBITDA(百万元)	1,112.99	1,115.40	1,028.90	1,247.31	1,326.00
归属母公司净利润(百万元)	420.43	513.86	541.94	718.60	797.24
增长率(%)	64.54	22.22	5.46	32.60	10.94
EPS(元/股)	0.41	0.50	0.53	0.70	0.78
市盈率(P/E)	34.73	28.42	26.94	20.32	18.32
市净率(P/B)	3.26	2.97	2.70	2.44	2.23
市销率(P/S)	2.92	2.75	2.66	2.19	2.03
EV/EBITDA	11.24	11.66	14.61	11.17	10.55

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	14.3 元
目标价格	23 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)	14,602.42
流通 A 股市值(百万元)	14,602.42
每股净资产(元)	5.14
资产负债率(%)	22.40
一年内最高/最低(元)	15.16/10.04

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《中牧股份-公司点评:携手牧原成立合资公司，强化兽用化药领先地位！》
2022-04-12
- 2 《中牧股份-半年报点评:主营业务全面改善，半年报业绩高增长》
2020-08-26
- 3 《中牧股份-季报点评:一季度业绩高速增长，长期增长拐点到来！》
2020-05-08

内容目录

1. 公司简介：深耕行业 80 载，业务综合稳健发展	4
1.1. 公司历史悠久，深耕动保行业	4
1.2. 公司业绩稳健，管理效率持续提升	5
2. 动保行业：长期需求成长同步短期景气修复	7
2.1. 养殖规模化驱动动保行业持续成长	7
2.2. 生猪养殖景气度提升，动保需求逐渐迎来销量拐点	9
3. 中牧股份：生药化药双轮驱动，多维度构筑核心优势	10
3.1. 研发能力行业领先，新品上市抢占市场份额	11
3.1.1. 公司重视研发投入，引进高端人才	11
3.1.2. 几十余年积累，技术优势及新产品研发助力中牧二次腾飞	13
3.2. 产品、品牌、渠道齐发力，提高公司竞争力	14
3.2.1. 数十年技术沉淀，产品矩阵齐全，质量稳定	14
3.2.2. 品牌优势+大单品策略+渠道拓展，构筑核心竞争壁垒	14
3.2.3. 持续推进市场化战略，市场化程度不断提高	15
3.3. 联合牧原新建厂，化药业务再扩容	15
3.4. 饲料业务稳健经营，平缓公司周期波动	16
4. 非洲猪瘟疫病是养殖痛点，非瘟疫苗空间大！中牧股份布局早	17
4.1. 非瘟疫病影响大，致死率高，危害我国生猪养殖	17
4.2. 非洲猪瘟疫苗市场空间大，安全性有效性需求突出	18
4.3. 中牧股份布局领先，央企勇挑大梁	19
5. 盈利预测	19
6. 风险提示	21

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：公司近年营收及增速	5
图 4：2021 年公司各业务主营业务收入占比	5
图 5：近年归母净利润变化	6
图 6：销售毛利率与销售净利率变化	6
图 7：公司三费变化情况（%）	6
图 8：生物制品成本构成	7
图 9：饲料成本构成	7
图 10：化药产品成本构成	7
图 11：我国动保行业市场构成	7
图 12：2016-2022 年我国兽药行业市场规模	8
图 13：2016-2022 年我国兽用生物制品销售规模	8

图 14: 2016-2022 年我国兽用疫苗销售规模	8
图 15: 2020 年我国兽用生物制品下游市场	9
图 16: 中国生猪出栏 CR10 比例快速提升	9
图 17: 我国生猪养殖规模化趋势进行中	9
图 18: 生猪头均医疗防疫费(元)	9
图 19: 国产兽用生物疫苗批签发数据出现拐点	10
图 20: 2022 年来 50kg 二元母猪价格未有明显上涨	10
图 21: 日度屠宰量与全国生猪均价	10
图 22: 化药及生物制品收入与增速	10
图 23: 化药及生物制品毛利及毛利率	10
图 24: 化药销量及单价	11
图 25: 生物制品销量及单价	11
图 26: 乾元浩设立情况	11
图 27: 公司化药生产基地	12
图 28: 公司员工学历结构	13
图 29: 公司研发费用及收入占比	13
图 30: 公司 2021 年获得 6 个新兽药注册证书	13
图 31: 2021 年公司多个研发项目取得突破	14
图 32: 海外营收及增速	14
图 33: 海外营收占总收入比例	14
图 34: 公司招标费用及增速	15
图 35: 饲料业务营收情况	16
图 36: 饲料业务毛利率情况	16
图 37: 非洲猪瘟症状图解	17
图 38: 非洲猪瘟仍在多地爆发	17
图 39: 我国非洲猪瘟疫苗潜在规模测算	18
图 40: 公司收入拆分	19
图 41: 可比公司近 10 年 PE(TTM)区间均值	20
图 42: 中牧股份历史估值分析	21
表 1: 公司部分参股/控股公司情况	5
表 2: 行业可比公司估值一致预测(Wind 一致预期)	20

1. 公司简介：深耕行业 80 载，业务综合稳健发展

1.1. 公司历史悠久，深耕动保行业

公司成立于 1998 年，1999 年 1 月 7 日在上海证券交易所上市，是一家集研发、生产、销售、服务于一体大型动物保健品和营养品生产企业。其所属骨干企业的研发制造历史超过 80 年，主营业务涵盖兽用生物制品、兽用化药、饲料及饲料添加剂、贸易四大板块，其产业集群技术工艺领先、产品品类丰富、保障能力强大，在国内设立了 20 个生产基地，涵盖了 800 多个产品，部分疫苗及化药产品出口全球近 60 个国家和地区，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。

中牧股份历史悠久，是农业产业化国家重点龙头企业。中牧股份最早可追溯到 1931 年中央畜牧试验所（南京生物药厂前身）。1998 年 12 月，中牧实业股份有限公司成立，并于 1999 年 1 月在上海证券交易所上市。2004 年出资组建乾元浩生物股份有限公司，次年，公司获批将中国牧工商总公司和中国水产总公司重组。2011 年 12 月通过兽药 GSP 认证，2013 年 12 月完成山东胜利股份有限公司 55% 股权并购工作，成立胜利生物实现兽药业务跨越式发展，2018 年与普莱柯、中信农业共同组建中普生物专业从事口蹄疫疫苗研发生产工作。自 2017 年起，公司国企改革逐步加速，从 2017 年股权激励计划落地，到 2018 年公司作为国企改革“双百行动”首批入选企业、再到中普生物的成立，市场化发展机制逐步深入，为公司释放运营活力、提升运营效率。公司多年来屡获殊荣，包括农业产业化国家重点龙头企业、中国驰名商标、国家火炬计划重点高新技术企业、农业部兽用生物制品与化学药品重点实验室等。

图 1：公司发展历程

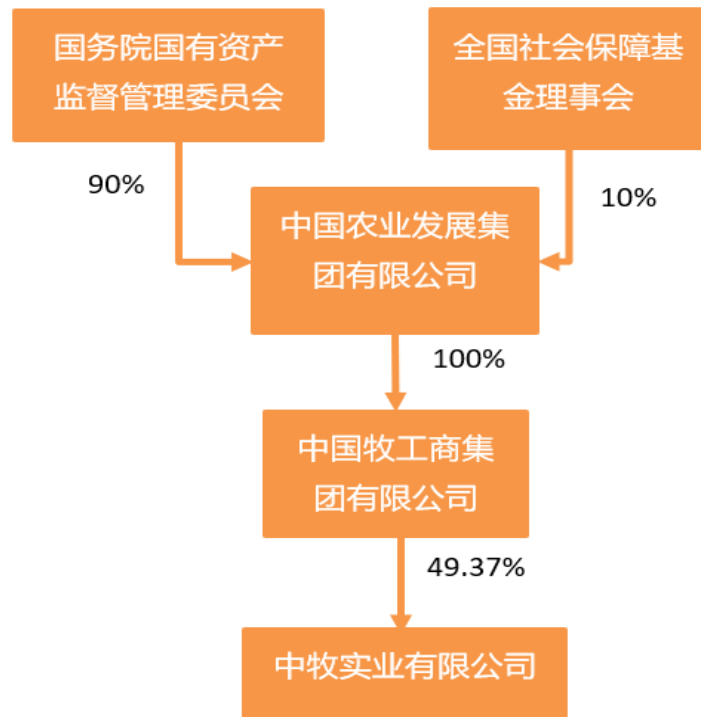


资料来源：公司官网，Wind，公司公告等，天风证券研究所

公司不断引进市场化机制，谋求市场导向转型。2006 年，公司进行股权分置改革，使人才队伍激励更加市场化；2017 年推出股权激励计划，加强公司与员工的利益绑定；2018 年公司入围国改“双百行动”名单，继续推进国企改革；2021 年以来推行“市场化选聘、契约化管理”，考核激励相结合，促进公司人才队伍市场化，开启公司新篇章。

从股权结构来看，公司股权结构集中，国资委为实际控制人。中国牧工商集团有限公司于 1982 年成立，为中牧股份独家发起人。截至 2022Q3，公司第一大股东为中国牧工商集团有限公司，持股比例 49.37%。公司实际控制人为中农发集团，通过中国牧工商集团有限公司间接持有公司 49.37% 股权。为更好地激活经营活力，2017 年底公司在员工股权激励方面也做了破冰尝试。

图 2：公司股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所（数据截至 2022 年 3 季报）

公司参控股十余家公司，涉及了生物制品生产及销售、贸易商品销售、兽药生产及销售、生物技术研发等业务。通过子公司的分业和跨地域经营，公司较大程度地利用了当地的原材料和技术人员优势，并分散了行业周期带来的风险。

表 1：公司部分参股/控股公司情况

被参控股公司	参控股关系	直接持股比例(%)
中普生物制药有限公司	参股子公司	48.50
内蒙古中牧生物药业有限公司	全资子公司	100.00
乾元浩生物股份有限公司	参股子公司	27.21
山东胜利生物工程有限公司	控股子公司	55.00
中牧农业连锁发展有限公司	全资子公司	100.00
中牧牧原(河南)生物药业有限公司	参股子公司	48.90
中牧南京动物药业有限公司	全资子公司	100.00
中牧华罗畜牧科技(山东)有限公司	全资子公司	100.00
湖北中牧安达药业有限公司	控股子公司	80.00
成都华罗生物科技有限公司	控股子公司	90.60
厦门金达威集团股份有限公司	联营企业	21.33

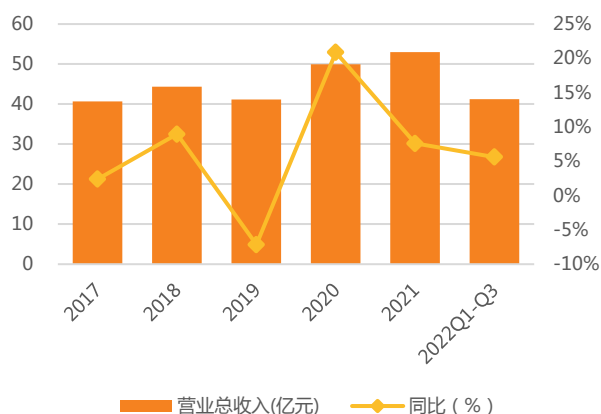
资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2022 年中报）

1.2. 公司业绩稳健，管理效率持续提升

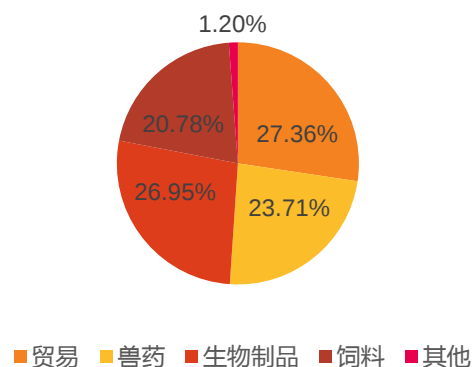
公司主营贸易、兽药、生物制品及饲料业务。公司 2022 年前三季度实现营收 41.25 亿元，同比增长 5.63%，其中，2021 年贸易、兽药、生物制品、饲料四大板块占比分别为 27.36%、23.71%、26.95%、20.87%。

图 3：公司近年营收及增速

图 4：2021 年公司各业务主营业务收入占比



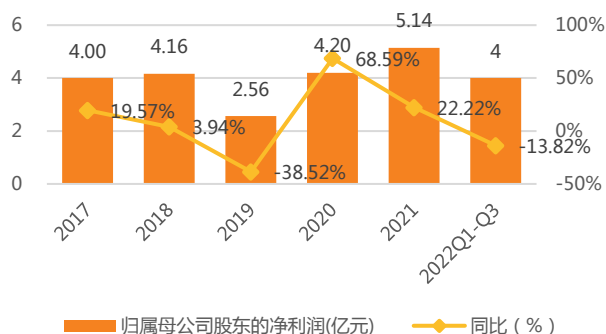
资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

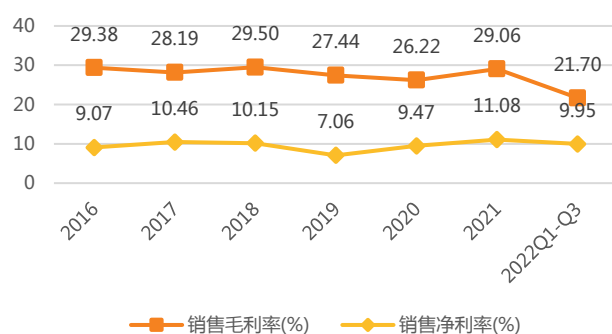
营收规模稳中有升，盈利能力改善。受下游生猪景气度影响，公司业绩略有波动，公司 2021/2022Q1~Q3 归母净利润分别为 5.14 亿元/4.00 亿元，同比分别增长 22%，下降 14%。2021 年的毛利率和销售净利率分别达到 29.06%和 11.08%，毛利率、净利率较 2020 年分别上升 2.84pct、1.61pct。2022Q1-Q3，公司的销售毛利率和销售净利率为 21.70%、9.95%。

图 5：近年归母净利润变化



资料来源：wind，天风证券研究所

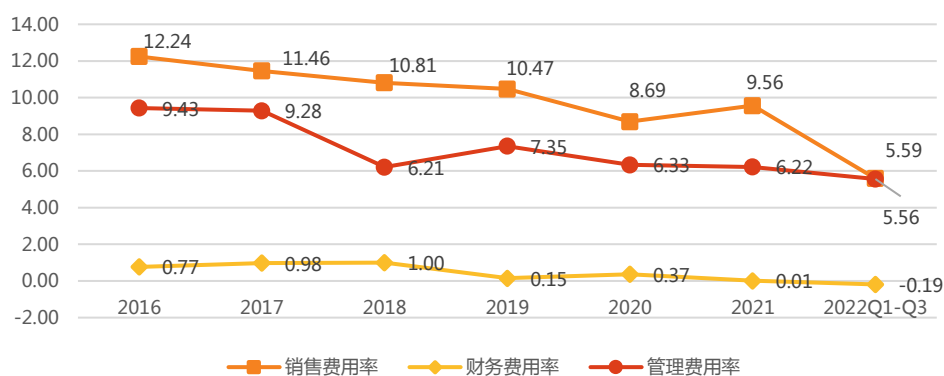
图 6：销售毛利率与销售净利率变化



资料来源：wind，天风证券研究所

公司三费整体稳步下降，其中管理费用率与财务费用率较为稳定，而销售费用率逐年下降明显。公司 2016 年的销售费用率为 12.24%，至 2021 年下降为 9.56%，几年间销售费用率下降约 2.68pct。2022Q1-Q3 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.59%、5.56%与-0.19%。

图 7：公司三费变化情况（%）

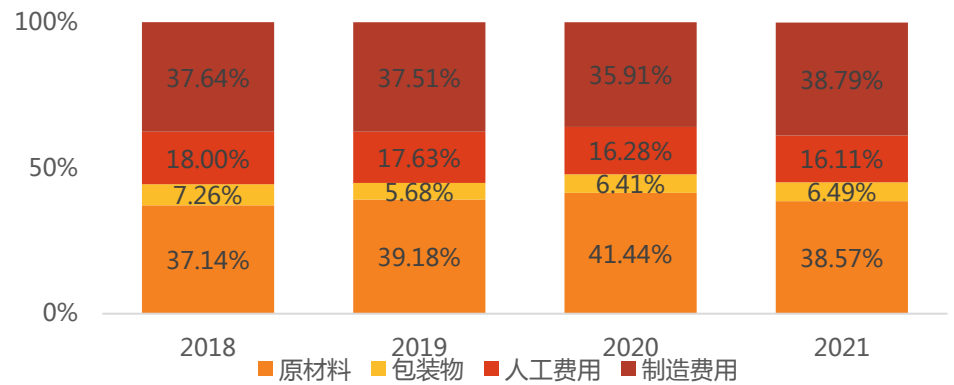


资料来源：Wind，天风证券研究所

生物制品业务成本构成以原材料、制造费用为主，化药与饲料以原材料为主。通过拆分各个业务成本结构，2021 年生物制品原材料、制造费用占比分别为 38.57%、38.79%；

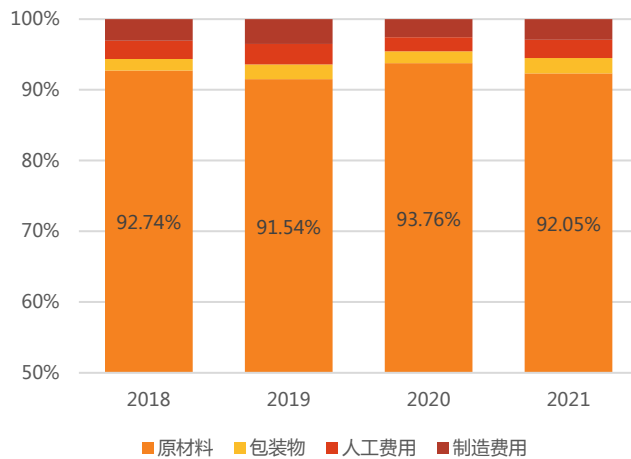
饲料产品 2021 年原材料占比 92.05%，化药产品原材料占比 64.49%。

图 8：生物制品成本构成



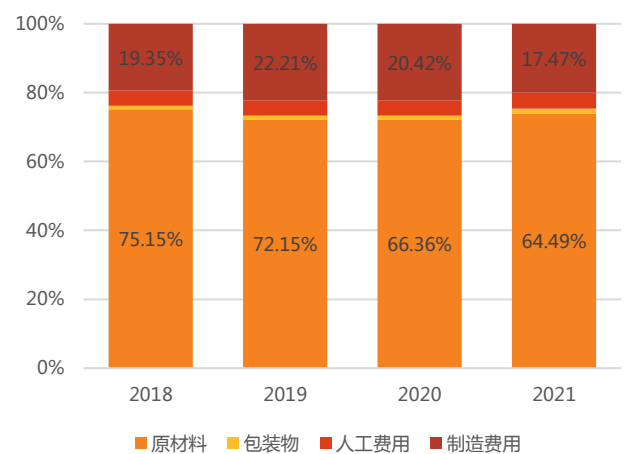
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：饲料成本构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：化药产品成本构成



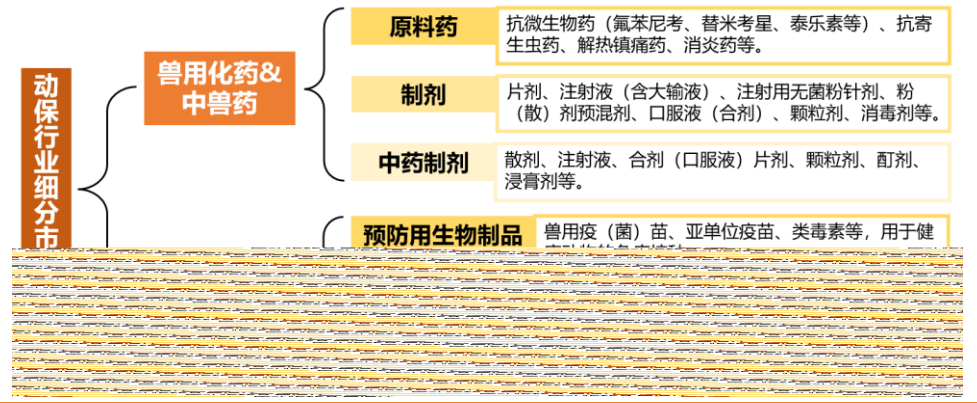
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 动保行业：长期需求成长同步短期景气修复

2.1. 养殖规模化驱动动保行业持续成长

动物保健行业即以动物保健品为核心展开的系列相关产业，上游为原材料，下游对接养殖业。动物保健品是指专门用于防治动物疾病和保证动物健康的产品，即我们通俗而言的兽药，行业分类通常分为兽用药品和兽用生物制品。

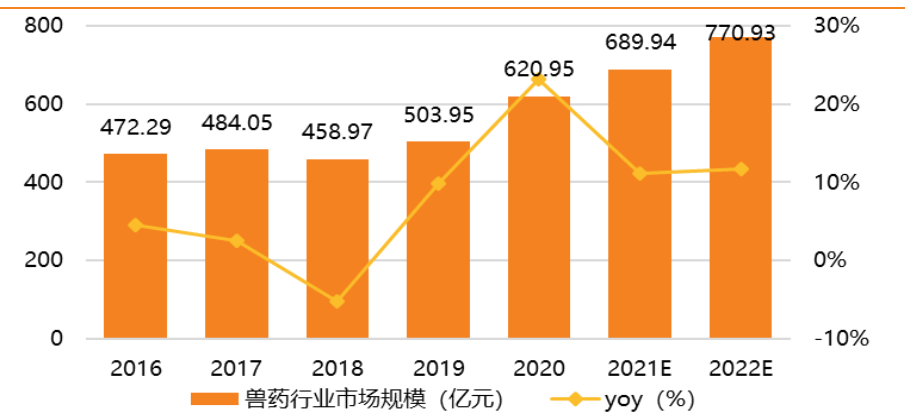
图 11：我国动保行业市场构成



资料来源：华经情报网，同花顺，天风证券研究所

动保行业成长性强，受到下游周期影响总体呈现波动向上趋势。2016-20 年，我国兽药行业市场规模由 472.29 亿元增至 620.95 亿元，4 年间复合增速约 7.08%，未来持续成长的动保行业市场规模有望达 800 亿元以上！

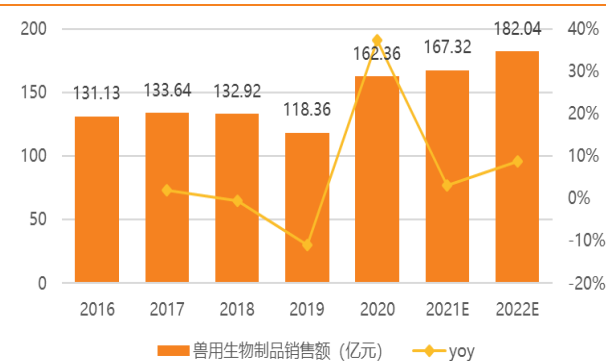
图 12：2016-2022 年我国兽药行业市场规模



资料来源：中国兽药协会，中商产业研究院，天风证券研究所

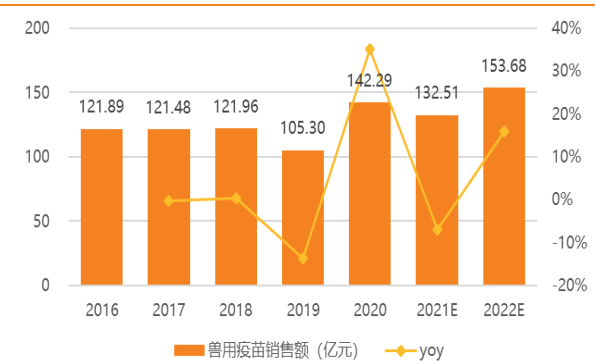
我国生物制品市场销售主要以兽用疫苗为主，养殖恢复之后打开市场上行窗口。2020 年，我国兽用生物制品销售额达 162 亿元，而其中约 142 亿元为兽用疫苗销售，占比达 88%，为兽用生物制品的主要构成品类。2018 年下半年，我国生猪养殖行业遭遇非洲猪瘟的重大冲击，生猪存栏显著下降对应动保市场的显著缩量，而随着非瘟后生猪存栏的恢复和规模化养殖强化对动保产品需求的提升，兽用生物制品、疫苗的市场容量再次进入成长期，中商情报网预计 2019-2022 复合增速分别达 15%、13%。

图 13：2016-2022 年我国兽用生物制品销售规模



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

图 14：2016-2022 年我国兽用疫苗销售规模



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

兽用生物制品下游市场以禽养殖、猪养殖市场为主。以下游市场的动物品种分类来看，2020 年我国兽用生物制品 45%为禽，43%为猪，11%为牛羊用品。

价灭活疫苗、猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗、布他磷等重要产品的生产资质，新产品陆续上市并得到市场的认可；获得猪圆环病毒 2 型合成肽疫苗（多肽 0803+0806）、加米霉素、沙咪珠利、泰地罗新、头孢洛宁等新兽药注册证书，产品批准文号正在积极申报。

图 31：2021 年公司多个研发项目取得突破

研发项目 (含一致性评价项目)	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发(注册)所处阶段
牛口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗的研制与应用	牛口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗	三类新药	用于预防牛 O 型、A 型口蹄疫病毒引起的疾病	2021 年内获得新药证书
猪圆环病毒合成肽疫苗的研制	猪圆环病毒合成肽疫苗	一类新药	用于预防猪圆环病	2021 年内获得新药证书
猪乙型脑炎传代细胞活疫苗的研制	猪乙型脑炎传代细胞活疫苗	三类新药	用于预防猪乙型脑炎	2021 年内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	猪塞尼卡谷病毒 (SVV) 灭活疫苗	三类新药	用于预防猪塞尼卡谷病	临床试验研究中
塞尼卡谷病毒结构蛋白 ELISA 抗体检测试剂盒的研制	塞尼卡谷病毒结构蛋白 ELISA 抗体检测试剂盒	一类新药	用于塞尼卡谷病毒检测	2021 年内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	鸡新城疫 (ZM10 株)、传染性支气管炎 (H120 株) 二联活疫苗	三类新药	用于预防鸡新城疫、传染性支气管炎	2021 年内获得新药证书
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	沙咪珠利、沙咪珠利溶液	一类新药	用于治疗鸡球虫	2022 年 3 月获得生产批准文号
二氧化氯消毒剂引进开发	二氧化氯消毒剂	二类新药	用于环境、器具表面和饮水的消毒	2021 年内获得新药证书
无抗教保料和仔猪预混料产品的开发	无抗教保料、无抗教槽料、无抗仔猪预混料	非注册类饲料产品	研究无抗饲料，用于仔猪、育肥猪，降低腹泻率	获得相应产品，已上市销售

资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.2. 产品、品牌、渠道齐发力，提高公司竞争力

3.2.1. 数十年技术沉淀，产品矩阵齐全，质量稳定

公司经过几十年的技术沉淀，积累了良好的用户口碑和品牌优势。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，公司所属生物制品和兽用化药板块生产企业均获得兽药 GMP 认证和生产许可，严格按照国家 GMP 管理要求组织开展生产。公司动物疫苗产品丰富、质量稳定；通过开发生产安全、高效的动物专用原料药，构成了具有自主知识产权的兽药原料和预混剂生产体系；公司还是我国复合维生素行业的先行者，“华罗”品牌受到市场广泛认可。

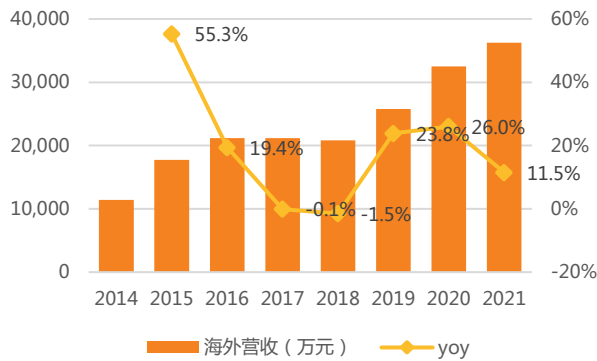
3.2.2. 品牌优势+大单品策略+渠道拓展，构筑核心竞争壁垒

品牌优势+大单品策略+渠道布局，构筑竞争壁垒。在产品应用宣传方面，持续加强网络在线宣传，开展线上线下培训。销售策略方面，推行大单品策略，积极抢占市场份额。夯实工作基础，落实“一省一策”，抓好“大省、新品”销售工作，突出利润增长点。渠道建设方面，公司借助市场网络建设，通过微信会议、腾讯会议等线上方式对各省经销商团队进行定期技术和产品培训，加大线上的营销模式，通过云课堂、微信小程序等方式增加客户粘性，针对客户群，采取“一户一策、一单一议”的个性化营销模式。

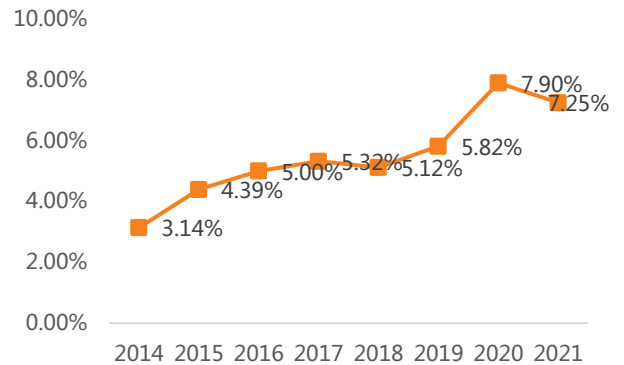
积极推进国际化，海外收入规模增长。公司加大国际化市场布局，其子公司胜利生物在售的泰妙菌素等产品产销量良好，并取得了欧盟 COS 等国际医药体系的认证。2020 年公司泰妙菌素获 FDA 批准，公司成为提供延胡索酸泰妙菌素原料药的合规供应商，且莫能菌素实现了全国唯一对北美高端市场的出口。

图 32：海外营收及增速

图 33：海外营收占总收入比例



资料来源: wind, 天风证券研究所



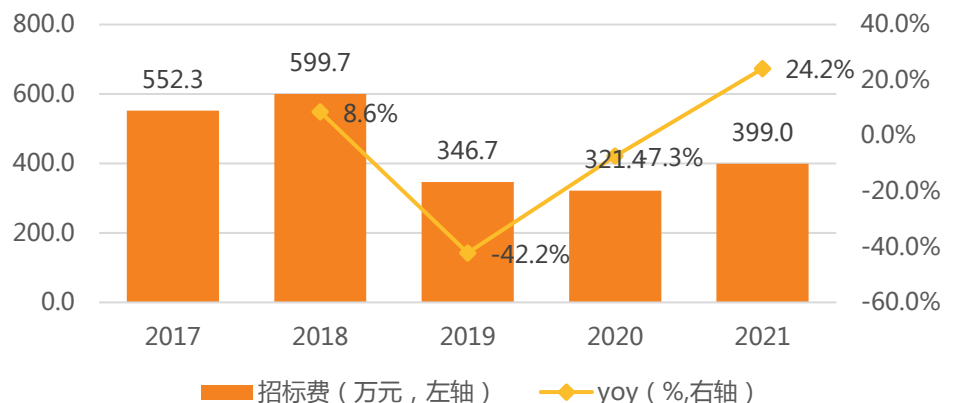
资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2.3. 持续推进市场化战略，市场化程度不断提高

公司生物制品产品的销售模式主要分为政府采购和市场化销售。政府采购主要通过招标方式；市场化销售向客户直销或者通过经销商销售，利用公司强大的技术服务团队，为不同客户提供及时的疫病诊断和准确的疫苗使用指导等服务，营销网络日益完善，覆盖面持续扩大。

持续推进市场化战略，主要招标产品贡献收入占比大幅下降，市场化程度不断提高。公司招标的主要产品为口蹄疫疫苗和高致病性禽流感疫苗，两者在生药板块占比有所下降。2020 年口蹄疫疫苗中标价格区间为 2200-10000 元/万毫升，合计采购量为 59,473 万毫升，高致病性禽流感疫苗中标价格区间为 1500-3000 元/万毫升，合计采购量为 127,200 万毫升，取招标价格中位数测算可知，主要的招标产品贡献收入约 3.9 亿元，在生药板块占比约 27%；若取价格上限，则主要的招标产品贡献收入约 6.3 亿元，在生药板块占比不到 45%。与 2018 年相比，若取招标价格中位数测算可知，主要的招标产品贡献收入约 6.7 亿元，在生药板块占比超 50%；若取价格上限，则主要的招标产品贡献收入约 10 亿元，在生药板块占比超 80%。从招标费用来看，近年来，公司招标费用持续下降，2020 年、2021 年招标费用为 321 万、399 万元，远低于 2017-18 年水平。

图 34：公司招标费用及增速



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

3.3. 联合牧原新建厂，化药业务再扩容

与牧原股份合资成立兽用化药公司，中牧股份控股。2022 年 4 月 11 日晚公司公告，中牧股份及其全资子公司南京药业将与牧原股份共同出资设立合资公司中牧牧原动物

药业有限公司，其中：中牧牧原注册资金 1.2 亿元，中牧股份以现金方式出资 5868 万元，占注册资本的 48.9%，牧原股份以现金方式出资 5760 万元，占注册资本的 48%；南京药业以现金方式出资 372 万元，占注册资本的 3.1%。中牧股份合计出资占中牧牧原注册资本的 52%，中牧牧原为中牧股份控股子公司。中牧牧原成立后，将投资建设南阳生产基地项目，投资总额 4.7 亿元，主要从事兽药生产、兽药经营、兽药研发及技术咨询服务（最终以工商行政管理部门核准注册的经营为准）。目前，中牧牧原已经顺利成立，工商部门正式注册名称为中牧牧原（河南）生物药业有限公司

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。牧原股份 2020 年药苗支出约 11.43 亿，对应当年出栏量药苗支出超 60 元/头，2023 年牧原出栏总量有望继续维持较高增长。牧原大量和更为精细的化药需求有望为合资公司兽药产品销售带来较大增量。公司在“十四五”期间致力于打造重大动物疫病防治的产业支撑体系，成为中国动保行业领导者，此次合资公司的成立是公司践行“十四五”战略规划的重要步骤，有望继续巩固和强化公司兽用化药领域的领先市场地位。

3.4. 饲料业务稳健经营，平缓公司周期波动

饲料业务整体稳健经营，加强创新打造品牌优势。公司饲料及饲料添加剂产品以复合维生素和复合预混料为主，用以满足兽类不同生长阶段对各种维生素、微量元素、氨基酸和矿物质的营养需要。其中公司复合维生素和复合预混料“华罗”品牌在行业内具有一定的知名度。部分饲料板块生产工厂通过 ISO 质量管理体系、职业健康安全管理体系、环境管理体系、食品安全管理体系（HACCP）认证。公司动物疫苗产品丰富、质量稳定，通过开发生产安全、高效的动物专用原料药，构成了具有自主知识产权的兽药原料和预混剂生产体系。公司还是我国复合维生素行业的先行者，“华罗”品牌受到市场广泛认可。“中牧鹰图形”商标是北京市著名商标，凭借丰富的产品和稳定的质量，积累了良好的用户口碑和品牌优势。2021 年面对饲料原料价格高位运行，养殖行业的巨幅波动，公司及时开发新产品，在行业率先开发“全小麦日粮”配方，缓解养殖户缺少玉米困境，降低了养殖成本，适应市场需求创造出市场机会；积极开发肉羊“高精料日粮预混料”配方，显著提高日增重、屠宰率，靠解决难题创造了市场机会；猪料通过开发、更新系列预混料产品，适应生猪价格下滑对饲料供应的需求；经过积极探索，初步形成了肉鸡、蛋鸡、种鸡、水产为主线的大客户开发模式，在此创新下，即使面对上游成本上升，公司 2021 年饲料业务营收实现 11.02 亿元，与上年基本持平；毛利实现 2.08 亿元，毛利率 18.89%，保持稳定。

图 35：饲料业务营收情况

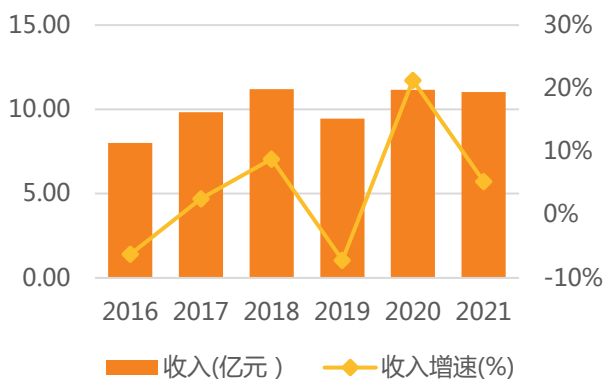
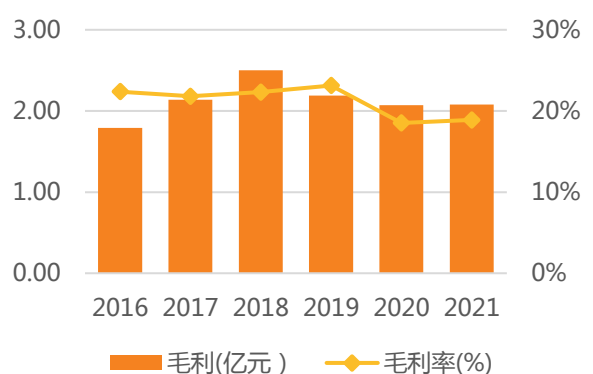


图 36：饲料业务毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

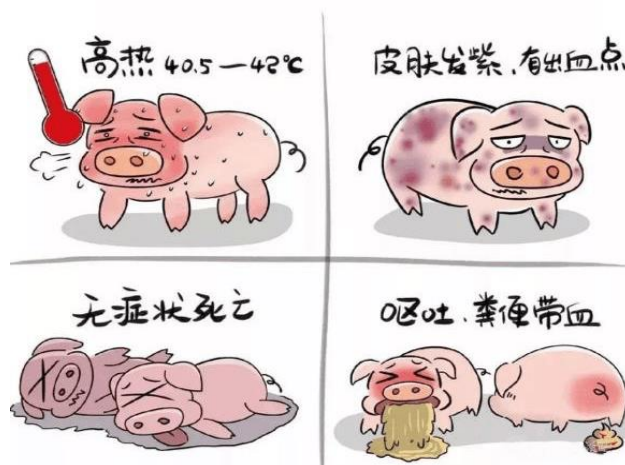
4. 非洲猪瘟疫病是养殖痛点，非瘟疫苗空间大！中牧股份布局早

4.1. 非瘟疫病影响大，致死率高，危害我国生猪养殖

非洲猪瘟（ASF）是由非洲猪瘟病毒（ASFV）感染家猪和各种野猪引起的一种急性、出血性、死亡率高达 100% 的烈性传染病。

- 病理：不同于经典猪瘟由 RNA 病毒引起，非洲猪瘟由 DNA 病毒引起，能感染猪和昆虫。
- 存活：病毒能在冷藏猪肉内存活 110 天，猪粪便中存活 11 天，在猪尸体中存活长达 1 年，存活能力非常强。
- 传播：以接触传染为主，传播途径非常多（厨余，昆虫，动物分泌物或排泄物，车辆及人员夹带），所有品种和年龄的猪均可能感染，但不会感染人。

图 37：非洲猪瘟症状图解



资料来源：澎湃新闻，天风证券研究所

2023 年非洲猪瘟仍在多地爆发，造成大批生猪死亡。根据农业农村部畜牧兽医局，仅 2023 年 1 月全球就有多地爆发非洲猪瘟疫情，例如 1 月 25 日，南非通报发生 1 起家猪非洲猪瘟疫情，244 头家猪感染，238 头死亡；1 月 13 日，塞尔维亚通报 4 地发生 73 起家猪非洲猪瘟疫情，282 头家猪感染，216 头死亡，1416 头被扑杀；1 月 6 日，罗马尼亚 6 地发生 6 起家猪非洲猪瘟疫情，82 头家猪感染，10 头死亡，70 头被扑杀。

图 38：非洲猪瘟仍在多地爆发

一周国际动物疫情动态-395期

非洲猪瘟 1. 波兰发生150起野猪**非洲猪瘟**疫情 1月19、25日, 波兰通报滨海省等6地发生150起野猪**非洲猪瘟**疫情, 221头野猪感染死亡。 2. 俄罗斯发生1起野猪**非洲猪瘟**疫情 1月20日, 俄罗斯通报库尔斯克州发生1起野猪**非洲猪瘟**疫情, 14头野猪感染死亡。 3. 罗马尼亚发生23起野猪**非洲猪瘟**疫情 1月20日, 罗马尼亚通报博托沙尼县等6地发生23起野猪**非洲猪瘟**疫情, 34头野猪感染死亡。 4. 希腊发生1起野猪...

发布时间: 2023.01.28 14:33:00

一周国际动物疫情动态-394期

非洲猪瘟 1. 意大利发生7起野猪**非洲猪瘟**疫情 1月11日, 意大利通报利古里亚大区发生7起野猪**非洲猪瘟**疫情, 7头野猪感染死亡。 2. 俄罗斯发生1起家猪和1起野猪**非洲猪瘟**疫情 1月13日, 俄罗斯通报萨马拉州等2地发生1起家猪和1起野猪**非洲猪瘟**疫情, 18头家猪感染死亡, 89头被扑杀, 6头野猪感染死亡。 3. 塞尔维亚发生73起家猪和179起野猪**非洲猪瘟**疫情 1月13日, 塞尔维亚通报波莫拉夫列州等4地发...

发布时间: 2023.01.19 16:59:00

资料来源: 农业农村部畜牧兽医局, 天风证券研究所

非洲猪瘟依然是我国生猪养殖重点防控的疫病。虽然物理防控方式有所增强, 但是非洲猪瘟依然对我国生猪养殖造成较大威胁, 是我国生猪养殖重点防控的疫病。2023 年 1 月, 中国动物疫病预防控制中心特别印发《春节期间非洲猪瘟防控技术指引》的通知, 提到“冬春交替, 气温干燥寒冷, 消毒措施受影响, 病毒容易存活, 加之干燥气候造成灰尘携带病原微生物传播, 是非洲猪瘟易发期。春节期间人员流动频繁, 加剧疫情传播风险。”

4.2. 非洲猪瘟疫苗市场空间大, 安全性有效性需求突出

非洲猪瘟防疫成本推动生猪养殖成本提升。种猪场的生物防疫体系建设包括清洗中心、中转站、种猪厂内部设施的配套等, 据温氏股份公司测算, 约增加 0.5 元/斤的成本, 折合每头猪增加约 120 元养殖成本 (据涌益咨询数据)。

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, 我们预计非洲猪瘟疫苗的潜在规模有望达 300 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 39: 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

非洲猪瘟疫苗技术路径重要性突出。2022 年初, 农业农村部对亚单位应急评价征求了两轮意见。2022 年 6 月初, 越南政府向 Navetco 公司开发的猪非瘟疫苗 (基因缺失弱毒疫苗) 颁发上市许可证, 但是在十几例猪接种非瘟疫苗后死亡事件迫使越南政府在 8 月暂停其接种。相比之下, 我国进度领先的非瘟疫苗路径为亚单位疫苗, 其具有显著突出的安全性, 我们判断其安全特性和应用场景有望得到市场率先肯定。

4.3. 中牧股份布局领先，央企勇挑大梁

中牧股份在非洲猪瘟防控方面已有布局，央企勇挑大梁。非瘟在我国爆发后，中牧股份快速做出反应。2019 年按照农业农村部办公厅《关于做好非洲猪瘟实验室检测工作》的有关通知要求，中牧股份成都厂提出申请，经四川省农业农村厅现场考察评价，正式批准中牧股份成都厂检测实验室可作为第三方实验室开展非洲猪瘟病原分子生物学的检测工作，体现出中牧股份工厂在实验室的硬件配置、软件管理和疫病检测方面的能力和水平，也将为企业在产品研发、生产、质量检验和技术服务等方面工作的开展提供有力保障。与此同时，公司积极开展非洲猪瘟诊断相关技术攻关，历时三个月即取得突破，在 2019 年成功研制非洲猪瘟病毒快速诊断试剂盒并上市销售，助力非洲猪瘟快速诊断。对于非洲猪瘟疫苗，中牧股份也十分重视，2022 年 8 月公司提出中牧股份作为中央企业，对于非洲猪瘟疫苗责无旁贷、责任重大，公司会继续做好产业布局的调整，满足应急市场的需要。

我们认为中牧股份拥有数十年技术沉淀，生产质量稳定，服务众多下游养殖客户；央企身份勇挑大梁，对非瘟持续关注、研究并推出相关产品，其强大的生产条件和人员调动能力促进公司在非瘟疫苗研发、市场、销售方面取得扎实进展，从而更好地推动非瘟防控、确保下游养殖行业安全生产。

5. 盈利预测

兽用生物制品板块：下游猪周期处于景气上行期，补栏速度较缓慢有望延长生猪景气周期长度，对应 2023 年动保需求景气期拉长，带动公司动保生物制品需求的整体放量和猪用生物制品的毛利率修复。公司与下游客户绑定较深，市场苗推进有望增强，预计 2022-24 年公司生物制品收入分别为 15 亿元、18 亿元、19 亿元，同比增长 5%、22%、2%。

兽用化药板块：随着 2022 年 6 月 1 日以来《兽药生产质量管理规范》的全面实施，头部企业市占率有望持续增强。公司化药业务基础扎实，随着中牧牧原建设稳步推进，绑定下游龙头，公司兽药业务有望再扩容。综合预计 2022-24 年公司化药板块实现营收 13 亿元、17 亿元、19 亿元，同比增长 5%、30%、12%。

饲料板块：2022 年饲料原料价格高位和下游生猪养殖行业需求缩减的双重挤压下，公司业绩承压。随着 2023 年养殖景气度的修复，预计饲料端特别是猪饲料端有望迎来销售拐点，叠加公司郟城县新增 7 万吨产能，产能有望同步需求修复放量。综合预计 2022-24 年公司饲料销售实现营收 12 亿元、14 亿元、15 亿元，同比增长 5%、20%、10%。

图 40：公司收入拆分

人民币 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
兽用生物制品					
营业收入	1,433	1,429	1,501	1,827	1,857
yoy	25.7%	-0.3%	5.0%	21.7%	1.6%
毛利	755	831	717	1,001	1,023
化药					
营业收入	1,014	1,257	1,320	1,716	1,922
yoy	25.0%	24.0%	5.0%	30.0%	12.0%
毛利	272	390	264	549	615
饲料					
营业收入	1,117	1,102	1,157	1,388	1,527
yoy	18.0%	-1.3%	5.0%	20.0%	10.0%
毛利	207	208	185	278	305
贸易					
营业收入	1,413	1,450	1,450	1,668	1,835
yoy	18.6%	2.6%	0.0%	15.0%	10.0%
毛利	59	58	58	83	92
其他业务收入					
营业收入	23	64	64	64	70
yoy	-23.3%	5.0%	0.0%	0.0%	10.0%
毛利	19	54	25	51	56

资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为，公司行业地位稳固、业务和产品覆盖全面且经营基础扎实，在不考虑非瘟疫苗放量的情况下，预计公司 2022/23/24 年收入为 54.91/66.62/72.10 亿元，同比增长 3.58%/21.32%/8.22%，归母净利润 5.42/7.19/7.97 亿元，同比增长 5.46%/32.60%/10.94%。

估值分析：

选取同处于动保行业的科前生物（688526.SH）、生物股份（600201.SH）、瑞普生物（300119.SZ）和普莱柯（603566.SH）作为可比公司进行比较，对应 2022 年 PE 范围为 23~50 倍；2023 年 PE 范围为 18~39 倍。

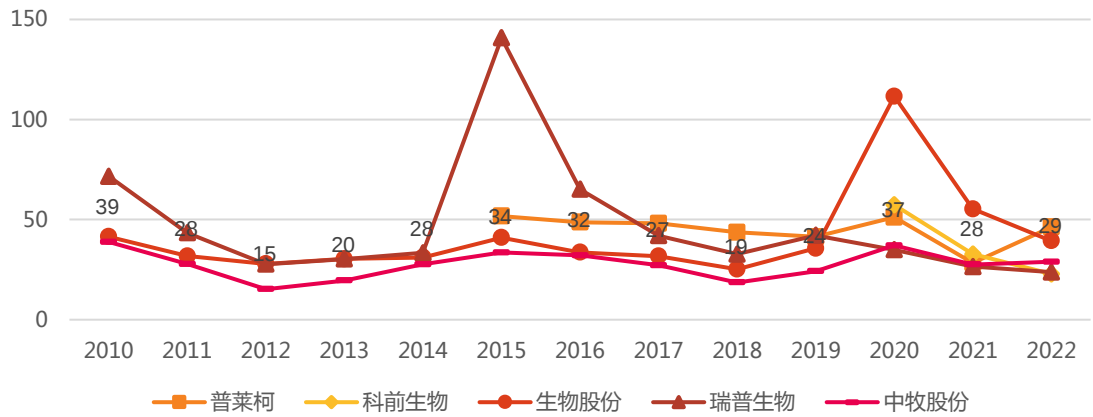
表 2：行业可比公司估值一致预测（Wind 一致预期）

	PE			EPS		
	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
科前生物	22.44	29.17	21.52	1.23	1.04	1.41
生物股份	48.17	39.16	25.86	0.34	0.29	0.44
瑞普生物	27.37	22.55	17.81	0.88	0.88	1.12
普莱柯	29.1	50.15	38.62	0.76	0.62	0.81
均值	31.77	33.33	24.47	0.80	0.71	0.95

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：数据截止 2023 年 2 月 7 日收盘

从历史估值来看，观察 PE（TTM）2010 年以来数据，在公司及可比公司整体估值较景气年份如 2010 年、2015-16 年、2020 年，公司对应全年估值均值为 39、34、32、37，平均倍数 36 倍，而公司近 5 年 PE(TTM)+1STDV 为 36.15x，因此综合考虑认为公司在较高景气度时期 PE 估值中枢超过 36 倍。

图 41：可比公司近 10 年 PE(TTM)区间均值



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 42: 中牧股份历史估值分析



资料来源: Wind, 天风证券研究所

考虑到随着下游养殖业景气度修复, 动保需求预期出现回暖, 公司业绩有望改善; 此外考虑公司研发生产能力业内领先, 有望受益于非洲猪瘟疫苗放量, 从而获得业绩新增长极, 有望获得高于可比公司均值以上的 PE 水平。给予公司 2023 年 33 倍 PE, 对应目标市值为 237 亿元, 对应目标价格 23 元。

6. 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、进出口业务风险。

面对国际经济形势的不确定性，国际市场大宗农产品价格可能发生波动，给公司开展贸易业务带来不利影响。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。

5、动保行业景气度不及预期。

我们对公司的盈利预测基于动保需求景气度修复等假设性前提，若下游养殖行业景气度不及预期，则动保需求或受到一定程度影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,048.47	1,230.03	1,372.82	1,855.30	1,802.44
应收票据及应收账款	557.83	633.92	708.39	957.14	845.30
预付账款	68.63	53.34	229.46	137.07	289.54
存货	708.49	879.09	1,501.17	1,240.41	1,831.16
其他	360.21	43.55	1,996.11	1,552.66	2,409.33
流动资产合计	2,743.62	2,839.93	5,807.94	5,742.58	7,177.77
长期股权投资	800.59	915.83	915.83	915.83	915.83
固定资产	1,619.10	2,464.58	2,245.14	2,025.69	1,806.24
在建工程	655.09	275.72	275.72	275.72	275.72
无形资产	754.52	748.21	681.06	613.91	546.76
其他	192.72	192.33	197.00	214.23	204.05
非流动资产合计	4,022.02	4,596.67	4,314.75	4,045.38	3,748.60
资产总计	6,765.64	7,436.61	10,122.69	9,787.96	10,926.38
短期借款	90.00	115.00	758.83	105.00	275.32
应付票据及应付账款	270.49	413.48	57.86	490.46	135.23
其他	602.26	665.02	2,700.86	2,093.37	2,814.34
流动负债合计	962.75	1,193.50	3,517.55	2,688.83	3,224.89
长期借款	66.30	78.22	130.78	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	137.48	133.25	54.06	53.96	53.01
非流动负债合计	203.78	211.47	184.84	53.96	53.01
负债合计	1,396.38	1,562.75	3,702.40	2,742.79	3,277.90
少数股东权益	886.83	960.37	1,011.35	1,061.33	1,106.58
股本	1,015.61	1,015.61	1,021.15	1,021.15	1,021.15
资本公积	537.06	540.90	540.90	540.90	540.90
留存收益	2,918.06	3,304.97	3,846.90	4,421.78	4,979.85
其他	11.71	52.01	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	5,369.26	5,873.85	6,420.30	7,045.16	7,648.48
负债和股东权益总计	6,765.64	7,436.61	10,122.69	9,787.96	10,926.38

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	473.24	587.33	541.94	718.60	797.24
折旧摊销	191.94	256.02	286.60	286.60	286.60
财务费用	7.39	9.16	4.76	(1.31)	(16.45)
投资损失	(359.82)	(174.41)	(180.00)	(200.00)	(280.00)
营运资金变动	476.51	(357.44)	(1,492.73)	222.85	(891.77)
其它	(123.14)	62.34	350.98	62.49	64.64
经营活动现金流	666.11	383.00	(488.46)	1,089.21	(39.75)
资本支出	698.74	828.51	79.19	0.10	0.96
长期投资	64.19	115.24	0.00	0.00	0.00
其他	(1,257.57)	(1,034.32)	(499.19)	199.90	279.04
投资活动现金流	(494.63)	(90.57)	(420.00)	200.00	280.00
债权融资	47.67	36.65	1,097.71	(650.51)	(34.54)
股权融资	(53.97)	(110.23)	(46.47)	(156.22)	(258.56)
其他	181.25	(26.83)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	174.96	(100.41)	1,051.25	(806.73)	(293.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	346.44	192.02	142.78	482.48	(52.86)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,998.68	5,301.57	5,491.27	6,662.12	7,209.78
营业成本	3,687.84	3,761.02	4,242.04	4,699.84	5,119.28
营业税金及附加	31.21	34.27	34.97	42.36	46.12
销售费用	434.55	506.85	466.76	566.28	612.83
管理费用	316.46	329.76	318.49	386.40	418.17
研发费用	169.86	162.57	186.70	226.51	273.97
财务费用	18.63	0.27	4.76	(1.31)	(16.45)
资产/信用减值损失	(45.87)	(27.12)	(25.00)	(26.62)	(25.28)
公允价值变动收益	1.03	(0.81)	300.00	0.00	0.00
投资净收益	359.82	174.41	180.00	200.00	280.00
其他	(647.85)	(304.00)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	673.00	664.35	692.54	915.41	1,010.58
营业外收入	26.79	6.60	25.00	5.00	5.00
营业外支出	163.79	1.74	20.00	1.49	1.61
利润总额	536.00	669.21	697.54	918.92	1,013.98
所得税	62.76	81.88	104.63	137.84	152.10
净利润	473.24	587.33	592.91	781.08	861.88
少数股东损益	52.80	73.47	50.98	62.49	64.64
归属于母公司净利润	420.43	513.86	541.94	718.60	797.24
每股收益（元）	0.41	0.50	0.53	0.70	0.78

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	21.39%	6.06%	3.58%	21.32%	8.22%
营业利润	104.64%	-1.29%	4.24%	32.18%	10.40%
归属于母公司净利润	64.54%	22.22%	5.46%	32.60%	10.94%
获利能力					
毛利率	26.22%	29.06%	22.75%	29.45%	29.00%
净利率	8.41%	9.69%	9.87%	10.79%	11.06%
ROE	9.38%	10.46%	10.02%	12.01%	12.19%
ROIC	16.07%	14.64%	12.76%	13.29%	15.89%
偿债能力					
资产负债率	20.64%	21.01%	36.58%	28.02%	30.00%
净负债率	-16.62%	-17.65%	-1.20%	-17.20%	-15.81%
流动比率	2.30	2.10	1.65	2.14	2.23
速动比率	1.71	1.45	1.22	1.67	1.66
营运能力					
应收账款周转率	9.23	8.90	8.18	8.00	8.00
存货周转率	6.44	6.68	4.61	4.86	4.69
总资产周转率	0.80	0.75	0.63	0.67	0.70
每股指标（元）					
每股收益	0.41	0.50	0.53	0.70	0.78
每股经营现金流	0.65	0.38	-0.48	1.07	-0.04
每股净资产	4.39	4.81	5.30	5.86	6.41
估值比率					
市盈率	34.73	28.42	26.94	20.32	18.32
市净率	3.26	2.97	2.70	2.44	2.23
EV/EBITDA	11.24	11.66	14.61	11.17	10.55
EV/EBIT	13.53	15.01	20.25	14.50	13.46

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/或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/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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com