

云散月将明

——生物股份（600201.SH）

农林牧渔/动物保健

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

推荐逻辑：

- ◆ 行业：动保板块估值低，配置安全边际高；下游养殖规模化，兽用生物制品渗透率提升；市场苗替代政采苗盈利能力提升；新品种将上市行业扩容。
- ◆ 公司：口蹄疫疫苗毛利率企稳；非口苗产品绘制第二增长曲线。

周期将至 动保估值修复可期

- ◆ 动保和生猪养殖板块的估值历史走势较为相近，但当前两者估值水平背离。
- ◆ 截至 2023 年 4 月 14 日，动保板块 PB 仅为历史 16%分位数，生猪养殖板块 PB 估值约为历史 61%分位数。近期，生猪产能进入去化通道，养殖板块估值回升，动保将紧随其后迎来估值修复。

兽用生物制品增长空间大 优质头部企业受益

- ◆ 单价疫苗向多价疫苗、多联疫苗发展将成趋势。多价、多联疫苗实现“一针多防”，提高疫苗接种效率的同时减少接种成本，为畜禽养殖企业减轻负担。具备多联、多价苗研发生产能力和生产工艺的企业将受益。
- ◆ “先打后补”全面加速推进，市场苗将快速发展。国家强制免疫疫病逐步减少，市场苗逐步取代政采苗。市场苗价高质优，头部企业受益。
- ◆ 渗透率提升+国产化替代双驱动，宠物疫苗将开辟蓝海市场。宠物药品潜在市场空间超百亿。2020 年，全球宠物用药规模 135.5 亿美元，占全球兽药市场总体比重达 40%，而我国宠物用药销售额占比仅 1.4%，潜在空间巨大。目前国内宠物疫苗市场主要由外资企业主导，国产药品、疫苗方兴未艾。

公司口苗基本盘稳固 非口苗管线蓄势待发

- ◆ 市场化替代下口蹄疫疫苗市场扩容，价格战局势缓和。至 2025 年，市场苗完全替代政采苗，我们测算届时口苗市场空间较当前市场空间扩容 37%。公司口蹄疫疫苗市场份额多年位居行业第一。前期行业竞争带来的价格下降或告一段落，公司盈利能力企稳。
- ◆ 非口苗产品蓄势待发，绘制第二增长曲线。公司近年来持续研发推出新品：圆支二联苗 2022 年上市后反响良好；与中科院合作研发的非洲猪瘟亚单位疫苗已处于申报农业农村部应急评审阶段；犬四联、犬三联疫苗处于临床试验阶段，猫三联疫苗、猫四联疫苗正在申报临床试验。
- ◆ 布局第三代疫苗技术路径。公司发布定增句话布局 mRNA 疫苗研发和产能建设，围绕猪、反刍动物、犬、猫用 mRNA 疫苗、兽用核酸药进行深入研究和开发。mRNA 疫苗是最新一代疫苗，具有研发速度快、安全性高、保护效果好、生产方便等优点，布局 mRNA 疫苗开发有利于抢占行业发展先机。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 3.9 亿元、4.7 亿元、6.7 亿元，同比变化 84%、22%、41%，EPS 分别为 0.35、0.42、0.6 元/股，对应 PE 分别为 30.7、25.2、17.8 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游养殖板块持续低迷的风险、行业竞争导致疫苗降价的风险、新产品上市进度不及预期风险、新品市场接受度低的风险。

评级

买入（首次）

2023 年 04 月 24 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

戴一爽

研究助理

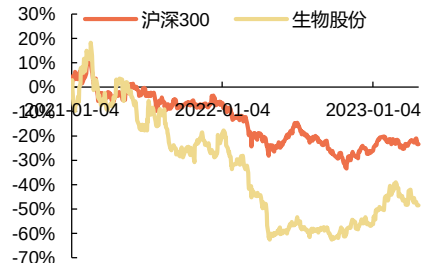
SAC 执业证书编号：S1660121120021

交易数据

时间 2023.04.24

总市值/流通市值（亿元）	115/115
总股本（万股）	112,036.92
资产负债率（%）	15.43
每股净资产（元）	4.62
收盘价（元）	10.3
一年内最低价/最高价（元）	7.51/12.66

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

财务指标预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,776.32	1,528.67	1,991.45	2,366.73	2,770.28
增长率 (%)	12.29%	-13.94%	30.27%	18.84%	17.05%
归母净利润 (百万元)	382.29	210.68	388.24	473.82	668.69
增长率 (%)	-5.89%	-44.89%	84.28%	22.04%	41.13%
净资产收益率 (%)	7.25%	4.15%	6.69%	7.55%	9.63%
每股收益(元)	0.34	0.19	0.35	0.42	0.60
PE	31.32	56.05	30.73	25.18	17.84
PB	2.27	2.35	2.06	1.90	1.72

资料来源: Wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 工艺领先的动保领军企业	6
1.1 老牌动保公司 专注口蹄疫 30 年	6
1.2 手握稀缺实验室资源	7
1.3 注重研发 成果丰硕	9
1.4 业绩数年沉寂有望迎来反转	10
2. 周期景气 行业扩容	12
2.1 短期：下游养殖低迷期板块配置性价比高	12
2.2 中长期：“防大于治”理念下生物制品增长空间大	15
2.2.1 多联多价苗将成发展趋势	17
2.2.2 市场苗逐步替代政采苗	18
2.2.3 宠物疫苗开辟动保蓝海	20
3. 公司口苗基本盘稳固 非口苗管线蓄势待发	23
3.1 强免疫苗龙头地位稳固 先打后补有望提升盈利能力	23
3.1.1 口苗优势显著份额稳定	24
3.1.2 禽流感疫苗势头向好	26
3.1.3 布病疫苗加速增长	28
3.2 非强免疫苗增长势头强劲	28
3.2.1 圆环新产品业绩加速释放	29
3.2.2 非瘟疫苗或将打开业绩空间	29
3.2.3 布局宠物疫苗静待花开	31
3.3 搭建 mRNA 研发平台 引领疫苗新方向	32
4. 盈利预测与估值分析	32
4.1 盈利预测	32
4.1.1 口蹄疫疫苗	32
4.1.2 其他疫苗	33
4.2 估值与投资建议	34
5. 风险提示	34

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：生物股份股权结构	6
图 3：公司经营模式	7
图 4：公司三大生产基地主要产品	8
图 5：2022 年各模式营收（亿元）	8
图 6：2021-2022 年各销售模式毛利率（%）	8
图 7：公司历年研发支出（亿元）	9
图 8：2022 年公司在行业内研发支出领先	9
图 9：公司研发人员及占比	9
图 10：2022 年动保企业研发人员及占比排序	9
图 11：生物制药为公司主要收入来源	10
图 12：公司营收波动上行	11
图 13：公司归母净利润	11
图 14：公司整体毛利率净利率下行	12

图 15: 公司各项费用率较为稳定.....	12
图 16: 能繁母猪进入下行通道 (%)	12
图 17: 二元母猪占比提升 (%)	12
图 18: 7-49kg 小猪存栏持续上升 (万头)	13
图 19: 50-89kg 中猪存栏持续上升 (万头)	13
图 20: 90-140kg 大猪存栏小幅下降 (万头)	13
图 21: 140kg 以上大肥存栏下降 (万头)	13
图 22: 当前生猪养殖行业已持续亏损 3 个月.....	14
图 23: 生猪养殖与动保上市公司营收增速中位数 (%)	14
图 24: 生猪养殖与动保上市公司归母净利润增速中位数 (%)	14
图 25: 动保与养殖板块走势.....	14
图 26: 动保与养殖板块 PB 分位数	15
图 27: 我国兽药产品分类	15
图 28: 兽药销售额整体逐年呈增长态势.....	16
图 29: 2020 年兽用生物制品销售额增长明显	16
图 30: 我国兽药市场产品结构	16
图 31: 2021 年国外兽药市场产品结构.....	16
图 32: 中国不同规模生猪饲养场 (户) 占比.....	17
图 33: 规模生猪养殖场医疗防疫费用高于散养户 (元/头)	17
图 34: 规模越大的养殖场头均医疗防疫费用越高 (元/头)	17
图 35: 猪用疫苗强制和非强制疫苗市场占比.....	19
图 36: 禽用疫苗强制和非强制疫苗市场占比.....	19
图 37: 我国宠物行业规模稳步增长	20
图 38: 我国养宠人数提升	21
图 39: 宠物市场各产业消费占比.....	21
图 40: 我国宠物整体免疫率低于 50%.....	21
图 41: 2020 年全球兽用生物制品销售额结构	21
图 42: 2020 年我国兽用生物制品销售额结构	21
图 43: 宠物疫苗品牌使用率 TOP5.....	22
图 44: 公司口蹄疫政采苗和市场苗销量结构 (万毫升)	24
图 45: 公司禽流感政采苗和市场苗销量结构 (万毫升)	24
图 46: 我国生猪存栏近年来呈增加态势.....	25
图 47: 我国口蹄疫疫苗批签发量.....	25
图 48: 我国口蹄疫疫苗批签发数据占比.....	25
图 49: 公司口蹄疫产销量 (万毫升) 与批签发数据走势一致.....	26
图 50: 公司口蹄疫批签发数据显著好转.....	26
图 51: 金宇生物口蹄疫批签发数据结构.....	26
图 52: 公司禽流感疫苗批签发量.....	27
图 53: 公司禽流感疫苗产销量 (万毫升)	27
图 54: 我国禽流感疫苗批签发数据结构.....	27
图 55: 公司布病疫苗批签发量	28
图 56: 公司布病疫苗产销量 (万头份)	28
图 57: 我国布病疫苗批签发数据结构	28
图 58: 近年来优邦、益康收入占比提升 (万元)	28
图 59: 近年来优邦、益康利润占比提升 (万元)	28
图 60: 公司猪圆环疫苗批签发量.....	29

图 61： 公司猪圆环疫苗产销量（万毫升）	29
图 62： 公司狂犬病疫苗产销量（万头份）	31
图 63： 公司狂犬病疫苗批签发量	31
图 64： 疫苗技术更迭发展三阶段	32

表 1： 公司近期研发进展	10
表 2： 员工持股计划考核目标	12
表 3： 单价、多价和多联疫苗对比	17
表 4： 市场苗与政府苗对比	18
表 5： 我国强制免疫疫病种类	18
表 6： “先打后补”相关政策	19
表 7： 国内上市公司宠物生物制品研发进度汇总	22
表 8： 公司产品矩阵	23
表 9： 口蹄疫市场规模测算	24
表 10： 2022 年获重组禽流感（H5+H7）三价灭活疫苗批文的企业列表	27
表 11： 公司圆环、圆支二联苗批签发数据	29
表 12： 不同路径非瘟疫苗优劣势比较	30
表 13： 国内上市公司研发进展	30
表 14： 非瘟疫苗市场空间测算	31
表 15： 公司业绩预测（万元）	33
表 16： 可比公司估值	34
表 17： 财务和估值数据摘要	34
表 18： 公司盈利预测表	36

1. 工艺领先的动保领军企业

1.1 老牌动保公司 专注口蹄疫 30 年

金宇生物技术股份有限公司成立于 1993 年，前身为内蒙古生物药品厂。1999 年，金宇集团在上交所主板上市。公司上市后调整业务结构，先后剥离了保健食品、羊绒纺织和房地产开发等业务，专注生物制药主业。

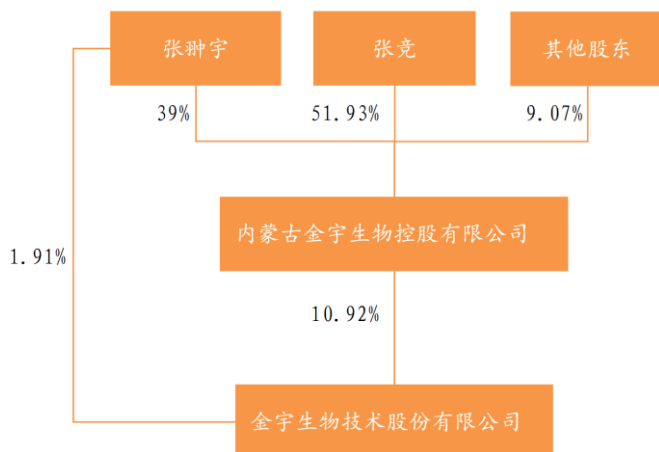
图1：公司发展历程



资料来源：Wind，公司公告，公司官网，申港证券研究所

公司股权较分散，但管理较稳定。内蒙古金宇生物控股有限公司为公司最大股东，占公司 10.92%的股权，其实控人为张翀宇与张竞父女。公司最终受益人人人为张翀宇先生，直接持有生物股份 1.91%股权，并持有内蒙古金宇生物控股有限公司 39%股权。公司管理稳定，张翀宇先生自 1993 年至今担任公司董事长一职，张竞女士自 2019 年接任张翀宇，担任公司总裁一职。

图2：生物股份股权结构



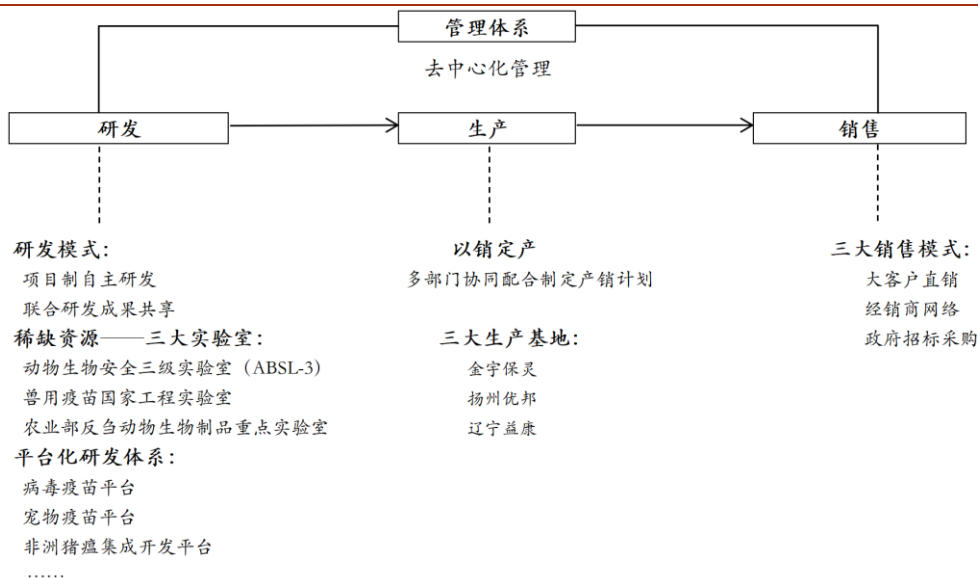
资料来源：Wind，申港证券研究所

大股东全额认购定增彰显管理层信心。2023 年 2 月，公司发布《2023 年度非公开发行 A 股股票预案》，拟非公开发行股票募集资金不超过 80000 万元，主要用于动物 mRNA 疫苗及核算药物开发项目和生产车间的建设，认购对象为生物控股、张翀羽、张竞。

1.2 手握稀缺实验室资源

公司从事兽用生物制品的研发、生产与销售，具备一套完善的经营管理体系。

图3：公司经营模式



资料来源：公司公告，申港证券研究所

研发方面，公司具有强大的硬件设施优势，拥有三大实验室：动物生物安全三级实验室（ABSL-3）、兽用疫苗国家工程实验室和农业部反刍动物生物制品重点实验室三大实验室。此外，公司与金宇美国公司、金宇共立共建全球动保研发中心，进一步提升重大科研成果的转化效率。

生产方面，公司拥有金字保灵、扬州优邦和辽宁益康三大动物疫苗智能制造生产基地。其中金字保灵以口蹄疫苗为主导，突出布病、牛二联等反刍动物疫苗和悬浮培养的平台优势；扬州优邦以圆环疫苗为主导，突出杆状病毒 VLP 新型疫苗平台优势；辽宁益康以禽流感（H5+H7）为主导，突出胚毒苗和宠物疫苗的平台优势。

由于动物疫苗产品质量受使用效期和保存条件的影响，销量受疫情等因素对养殖量和养殖结构的影响，公司主要采取“以销定产”的生产模式。产销计划由多部门协同配合，及时灵活制定在不同时间周期维度下所需的生产、销售、库存管理计划。

图4：公司三大生产基地主要产品



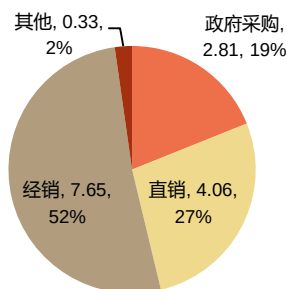
资料来源：国家兽药基础数据库，申港证券研究所

公司销售模式主要分为大客户直销、经销商网络和政府招标采购三种。

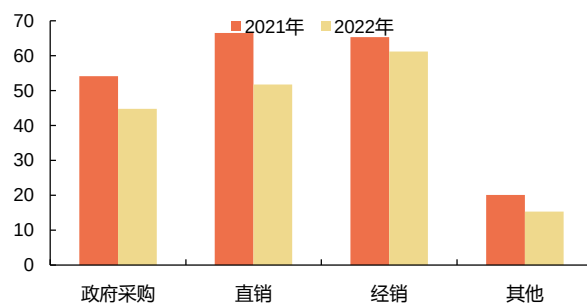
- ◆ **大客户直销。**公司与养殖场户签订供货协议后，直接由公司发出商品到终端养殖客户。公司技术服务人员根据客户需求，对产品免疫程序进行技术指导等售后服务。
- ◆ **经销商网络。**公司结合全国各区域养殖模式和自身产品特点，通过符合 GSP 资质的区域经销商销售，实现公司渠道下沉过程中“最后一公里”目的，为当地养殖客户提供产品和服务
- ◆ **政府招标采购。**由各省进行招标采购，公司同其他生产企业共同投标、竞标，经评标中标后直接按照各省采购合同要求，将疫苗配送至指定的储备库。

图5：2022 年各模式营收（亿元）

图6：2021-2022 年各销售模式毛利率（%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

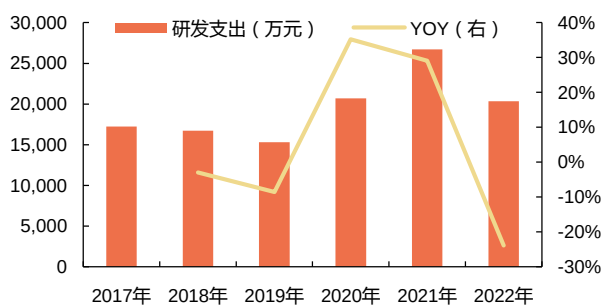


资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.3 注重研发 成果丰硕

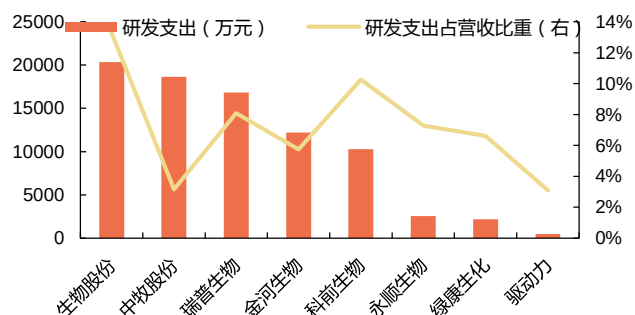
公司重视研发，研发投入逐年增加。2022 年，公司研发投入 2 亿元，占营业收入的比重 13%，高于行业平均水平。从研发人员数量来看，2021 年研发人员数量为 339 人，同比增长 26%。

图7：公司历年研发支出（亿元）



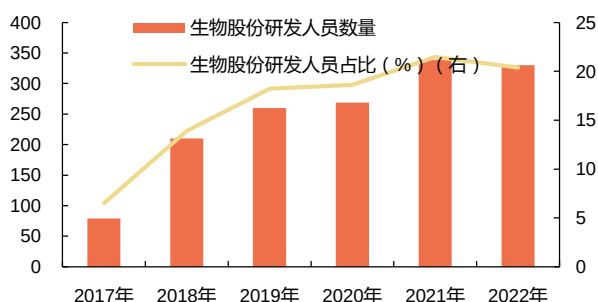
资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：2022 年公司在行业内研发支出领先



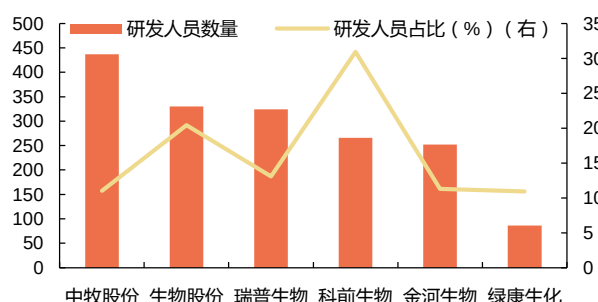
资料来源：Wind，申港证券研究所

图9：公司研发人员及占比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：2022 年动保企业研发人员及占比排序



资料来源：Wind，申港证券研究所

公司研发平台优势显著，生产工艺行业领先，研发成果丰硕。

- 公司动物生物安全三级实验室(ABSL-3)是国内首家由企业投资建设的高级别生物安全实验室，具备开展对外来病、未知病、烈性传染病、人畜共患病原体分离、鉴定、培养感染和相关疫苗的研究、评价能力，公司成为国内首家可以同时开展

口蹄疫疫苗、非洲猪瘟疫苗、布鲁氏菌病疫苗、猪瘟疫苗、牛结节性皮肤病疫苗研究开发相关实验活动的动物疫苗企业。

- ◆ 公司是国内首家采用悬浮培养和纯化浓缩技术生产口蹄疫疫苗的企业，并牵头制定了口蹄疫疫苗抗原含量、杂蛋白含量和抗原杂蛋白检测三项行业标准。同时在生产检验过程中率先采用口蹄疫抗原含量 146S 检测技术，使抗体检测更加准确可靠，疫苗质量大幅提高，生产周期大幅缩短。
- ◆ 当前，公司多项在研疫苗取得重大进展：与中科院合作研发的非洲猪瘟亚单位疫苗已处于申报农业农村部应急评审阶段；金宇共立已取得犬四联疫苗临床试验批件，犬三联疫苗处于临床试验阶段，猫三联疫苗、猫四联疫苗正在申报临床试验。

表1：公司近期研发进展

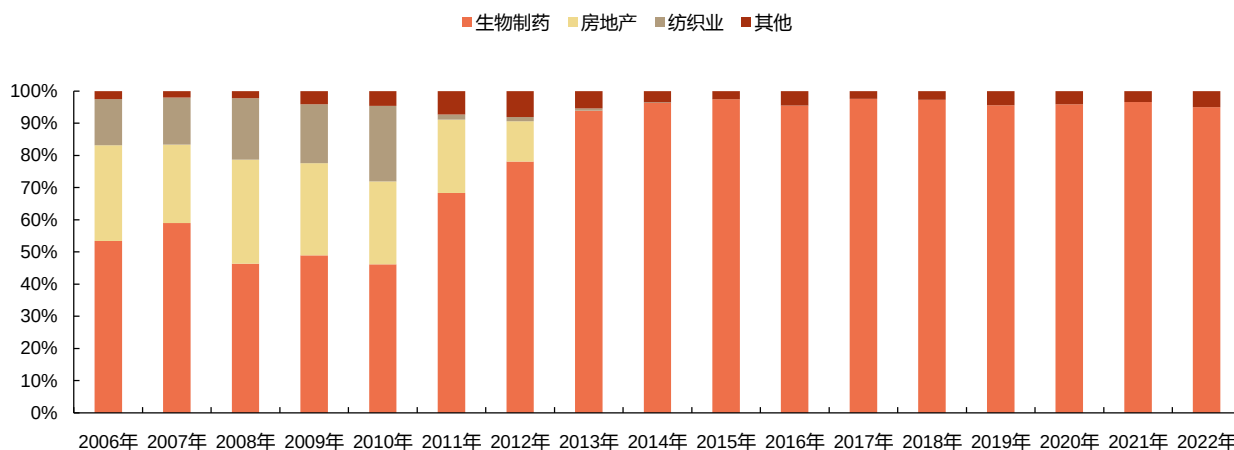
研发方向	研发进展	疫苗品种
非洲猪瘟疫苗	开展研究、实验阶段	非洲猪瘟单基因缺失疫苗
		非洲猪瘟双基因缺失疫苗
		非洲猪瘟多基因缺失疫苗
		非洲猪瘟亚单位疫苗
		非洲猪瘟活载体疫苗
		非洲猪瘟表位肽疫苗
其他重点疫苗	处于新兽药注册阶段	猪口蹄疫 O 型、A 型二价病毒样颗粒疫苗
		猪瘟 E2 蛋白亚单位疫苗
		猪伪狂犬基因缺失灭活疫苗
		牛支原体活疫苗
		牛梭菌灭活疫苗
	进入临床试验申报阶段	牛口蹄疫、腹泻、鼻气管炎三联灭活疫苗
	中试阶段	牛巴氏杆菌、曼氏杆菌二联灭活疫苗
	实验室研发阶段	猪口蹄疫、猪塞内卡病毒二联二价灭活疫苗
		猪瘟、猪伪狂犬基因工程二联灭活疫苗
		犊牛轮状病毒、大肠杆菌二联多价灭活疫苗
		牛病毒性腹泻、传染性鼻气管炎、牛副流感三联疫苗
宠物板块	已获临床试验批件	犬四联疫苗
	进入临床试验阶段	犬三联疫苗
	申报临床试验阶段	猫三联疫苗
		猫四联疫苗

资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.4 业绩数年沉寂有望迎来反转

生物制药业务为公司主要收入来源。自 2012 年剥离房地产业务后，公司生物制药营收比重均在 90%以上。

图11：生物制药为公司主要收入来源

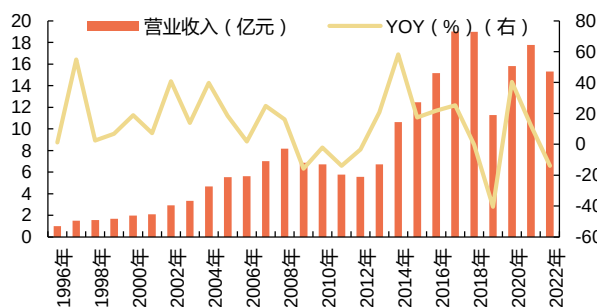


资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司业绩与下游养殖行业密切相关。近年来，因下游养殖业波动较大，公司营收利润均有所下降。

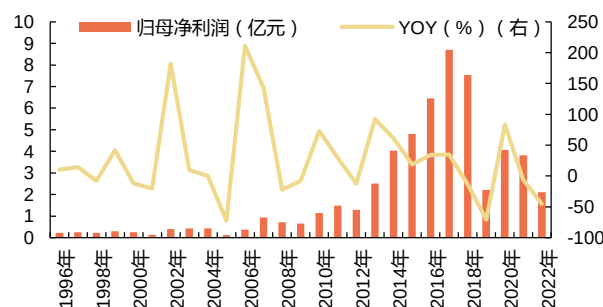
- ◆ 2018年，在行业监管政策调整、养殖产业周期波动和非洲猪瘟疫情蔓延带来的不利影响之下，公司业绩小幅下滑，全年营业收入同比-0.23%，净利润-13.29%。
- ◆ 2019年，下游生猪养殖行业受非洲猪瘟疫情的严重影响，生猪存栏量同比大幅减少，导致公司经营业绩大幅下滑，全年营业收入同比-40.6%，净利润同比-70.7%。
- ◆ 2020-2021年，下游养殖量利齐升，公司产品销量回暖。2021年，公司营业收入为17.76亿元，同比增长12.3%；归母净利润略微下降，约为3.82亿元，同比-5.89%，剔除辽宁益康商誉减值及新立项非洲猪瘟 mRNA 疫苗研发投入等因素，公司归母净利润与营收增速基本相当。
- ◆ 2022年以来，公司盈利能力边际好转。2022年公司实现营收15.3亿元，同比-14%，主要由于2022年下游生猪养殖行业低迷，导致疫苗需求减少，从而导致销售额下降；公司归母净利润为2.1亿元，同比-45%，主要受营收减少和高毛利产品收入下降等因素影响。但分季度来看，公司收入利润情况均出现边际好转，Q1-Q4营收、归母净利润同比降幅逐季度收窄。

图12: 公司营收波动上行



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图13: 公司归母净利润

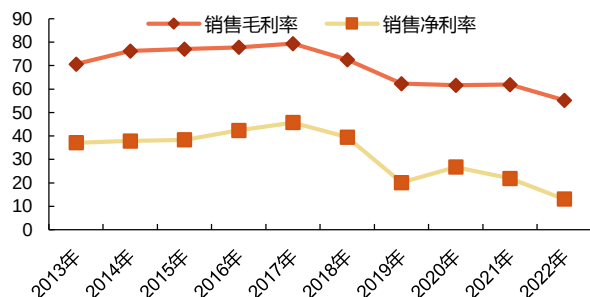


资料来源: Wind, 申港证券研究所

近年来竞争格局恶化带来行业整体盈利能力下滑，但随着口蹄疫竞争格局稳定，公司毛利率有望企稳，2022年公司销售毛利率为55.2%。

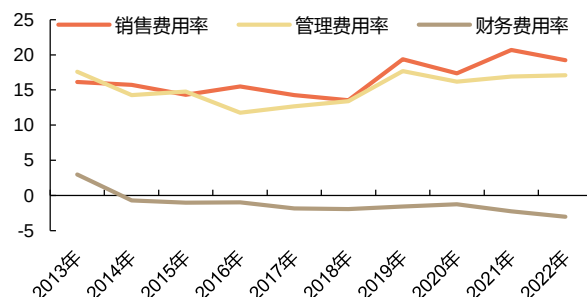
公司整体运营管理效率好转。2021 年由于公司扩充渠道经销商数量、质量、合作方式等，投入了较大的费用支持，导致销售费用率提升，2022 年销售费用率呈现明显下降趋势。

图14：公司整体毛利率净利率下行



资料来源：Wind，申港证券研究所

图15：公司各项费用率较为稳定



资料来源：Wind，申港证券研究所

员工持股计划彰显公司发展信心，助力公司持续发展。2023 年 2 月，公司发布《2023 年员工持股计划（草案修订稿）》，该计划设定 2023-2025 年解锁限制性股票的业绩目标值分别为归母净利润不低于 3 亿元、4 亿元、5 亿元；触发值分别为不低于 2.7 亿元、3.6 亿、4.5 亿元。如考核年度实际业绩不低于目标值时解锁 100%，不低于触发值时解锁 90%

表2：员工持股计划考核目标

解锁期	考核期	扣非归母净利润（A）	
		目标值	触发值
第一个解锁期	2023 年	2023 年公司扣非归母净利润不低于 3 亿元	2023 年公司扣非归母净利润不低于 2.7 亿元
第二个解锁期	2024 年	2024 年公司扣非归母净利润不低于 4 亿元	2024 年公司扣非归母净利润不低于 3.6 亿元
第三个解锁期	2025 年	2025 年公司扣非归母净利润不低于 5 亿元	2025 年公司扣非归母净利润不低于 4.5 亿元

资料来源：公司公告，申港证券研究所

2. 周期景气 行业扩容

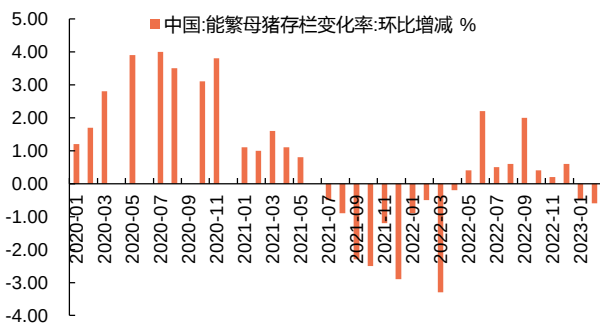
2.1 短期：下游养殖低迷期板块配置性价比高

我们判断，生猪产能已进入去化阶段，价格仍会继续磨底数月。截至 2023 年 2 月末，能繁母猪已连续去化两个月，猪价仍在低位徘徊。从产能和存栏量来看，生猪供应量从今年 3 月开始将会逐步增加。

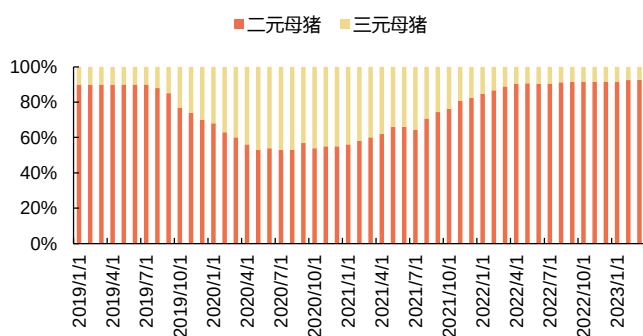
- ◆ 生猪产能能繁母猪存栏从 2022 年 5 月至 12 月处于扩产能阶段，则对应生猪出栏量从 2023 年 3 月-10 月处于上升阶段。
- ◆ 种猪生产效率持续提升。至 2023 年 3 月末，我国种猪群中，二元母猪占比已经提升至 92.6%。2022 年养殖企业配种率提升，PSY、MSY 等生产效率指标持续优化，或带来后续产量进一步增加。

图16：能繁母猪进入下行通道 (%)

图17：二元母猪占比提升 (%)



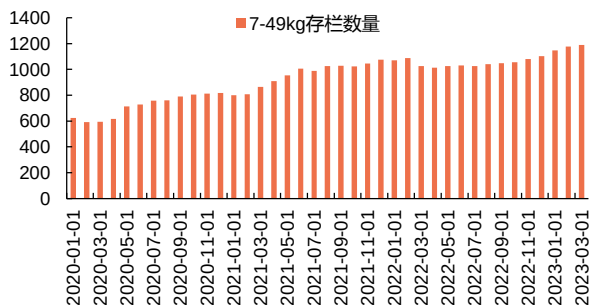
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

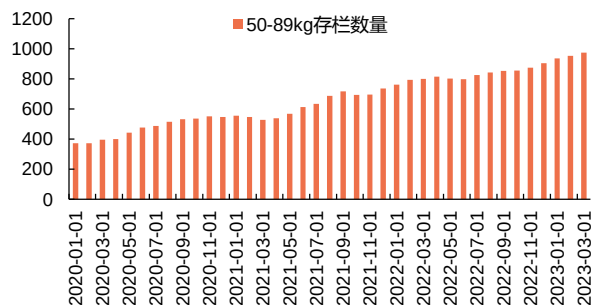
- ◆ 从商品猪存栏来看,上半年供给充足。7-49kg 小猪存栏当前处于近3年来高位,从22年4月开始不断提升;50-89kg 中猪存栏不断提升,预计继续创新高;90-140kg 大猪存栏处于历史高位,2月末存栏下降,或因非瘟导致部分猪只提前出栏,后续预计将继续回升;140kg 以上存栏下降,说明前期二次育肥持续出清。

图18: 7-49kg 小猪存栏持续上升 (万头)



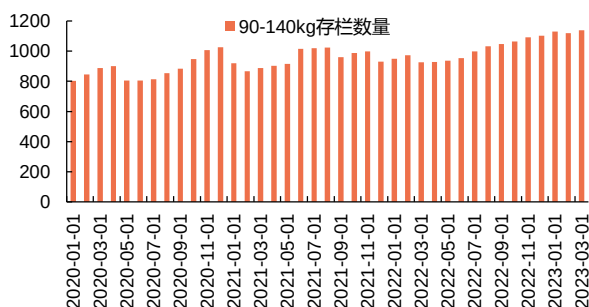
资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

图19: 50-89kg 中猪存栏持续上升 (万头)



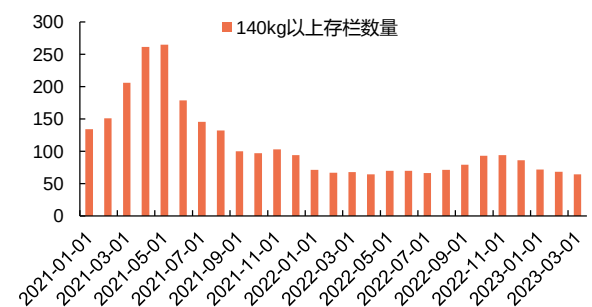
资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

图20: 90-140kg 大猪存栏小幅下降 (万头)



资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

图21: 140kg 以上大肥存栏下降 (万头)



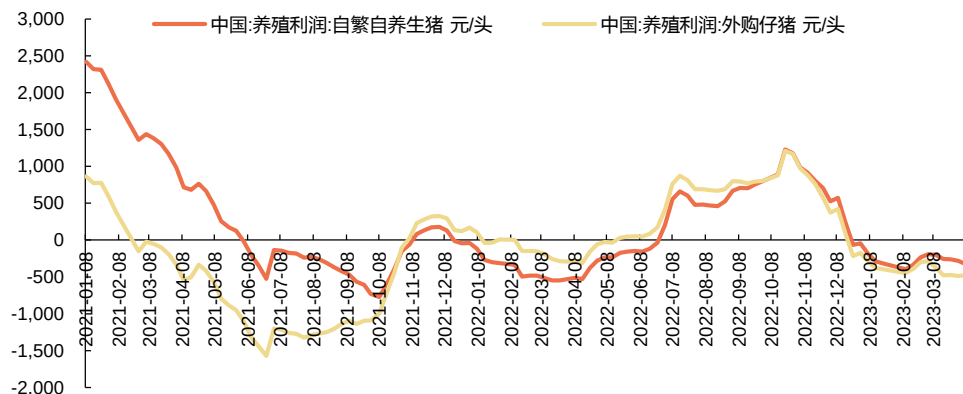
资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

我们认为猪价短期不具备大幅上行基础,生猪产能在今年上半年将持续去化。随着生猪产能去化,预计猪价在2023年10月-2024年全年将迎来上行周期。

截至3月末,自繁自养生猪养殖利润已经持续3个月为负,上一轮盈利周期在22年7月-12月,仅持续了5个月;而上一轮亏损周期持续了6个月(2021年12月-2022年5月)。我们认为目前行业现金流相对紧张,且基于对上半年猪价的判断,

我们认为在此后的数月仍将延续这一态势，行业产能去化难以避免。

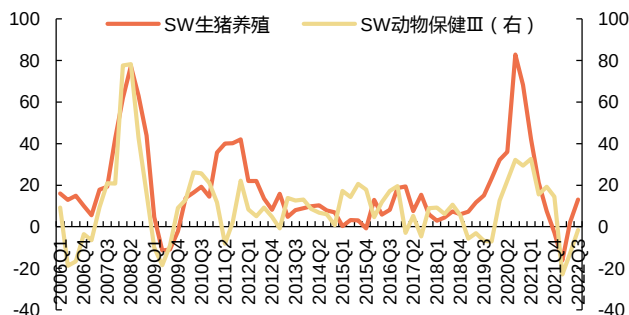
图22：当前生猪养殖行业已持续亏损 3 个月



资料来源：Wind，申港证券研究所

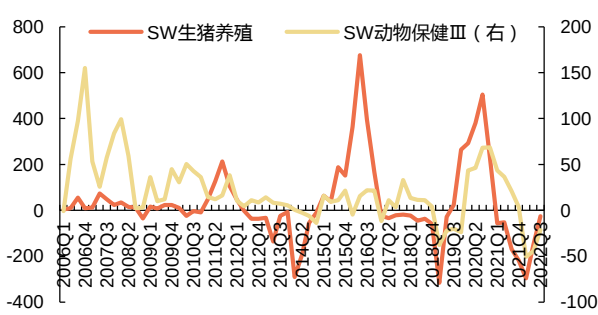
动保行业与猪周期高度相关。动保企业营收利润与养殖企业走势基本一致，同时，动保企业的业绩波动幅度小于养殖企业。在猪周期上行期，虽然猪只数量减少，但由于猪价上行，养殖户有更强的意愿使用兽药，头均用药量和兽药价格都上涨，带来总体营收上行；而在猪周期下行期，猪只数量增加，猪价下跌，养殖端用药意愿下降，头均用药量下跌，兽药价格下跌，带来总体营收下降。

图23：生猪养殖与动保上市公司营收增速中位数 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图24：生猪养殖与动保上市公司归母净利润增速中位数 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

生猪养殖板块和动保板块股价走势相近或略滞后。前几轮猪周期中，基本呈现同涨同跌。但在最近一轮周期(2018年-2022年)中，生猪养殖板块领先动保板块上行。本轮周期中，非洲猪瘟于2018年8月传入我国，生猪养殖板块从2018年9月开始上涨，而动保板块从2019年3月才开始上涨行情，养殖领先于动保板块6个月，与二者基本面的回暖顺序一致。

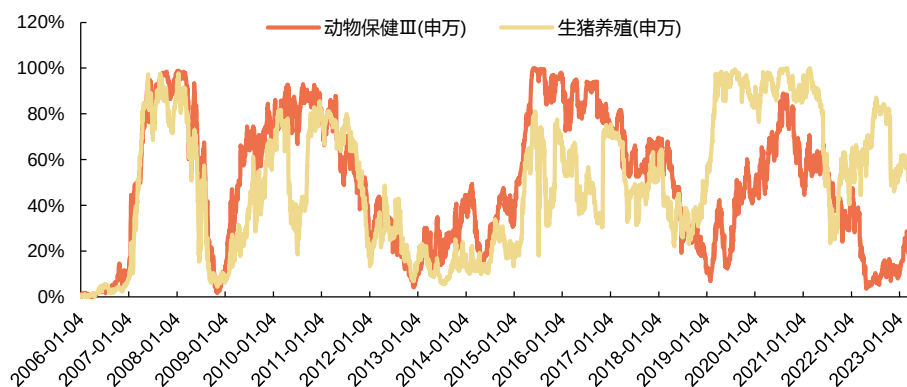
图25：动保与养殖板块走势



资料来源：Wind，申港证券研究所

动保板块将迎来估值修复机会。动保和生猪养殖板块的估值历史走势较为相近，但当前两者估值水平背离较大，养殖板块估值快速回升，而动保板块估值仍位于谷底。截至2023年4月14日，动保板块PB仅为历史16%分位数（2006年初至今），生猪养殖板块PB估值约为历史61%分位数。近期，生猪产能进入去化通道，生猪养殖板块估值回升，我们认为，动保将紧随其后迎来估值修复。

图26：动保与养殖板块PB分位数



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2 中长期：“防大于治”理念下生物制品增长空间大

我国兽药产品分为生物制品、兽用化学药品和中兽药。生物制品又以兽用疫苗为主。生物制品市场增速快于行业整体增速。2020年国内兽药市场销售额为621亿元，同比增长22%；其中，兽用生物制品销售额为162.4亿元，同比增长37%。

图27：我国兽药产品分类

兽药产品

生物制品

预防用
治疗用
诊断用

化学药

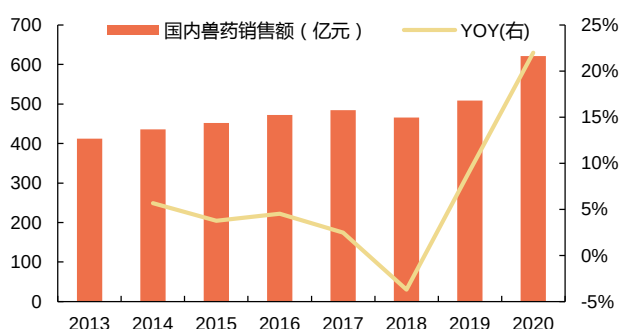
抗微生物药
抗寄生虫药
消毒药

中兽药

抗菌类
促生长类
驱虫类

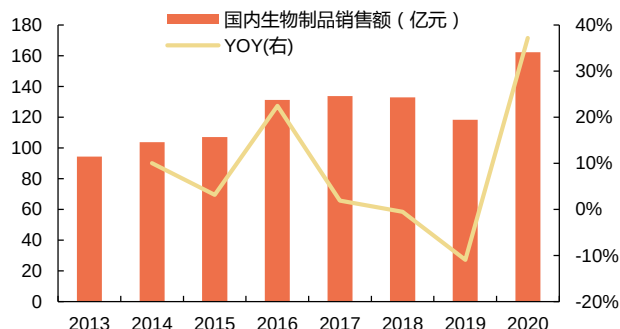
资料来源：兽药资讯，申港证券研究所

图28：兽药销售额整体逐年呈增长态势



资料来源：科前生物公司公告，观研报告网，中国兽药协会，申港证券研究所

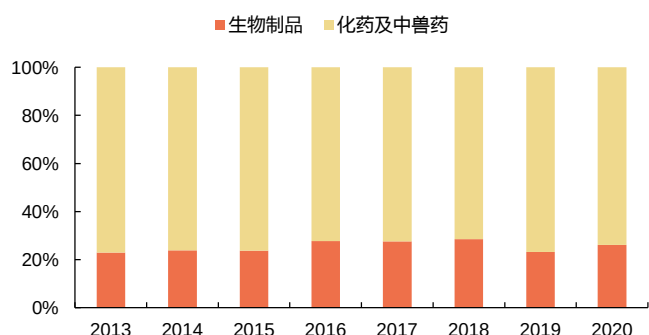
图29：2020年兽用生物制品销售额增长明显



资料来源：科前生物公司公告，中商情报网，中国兽药协会，申港证券研究所

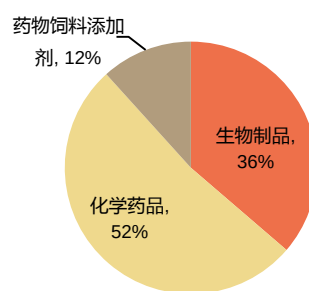
我国兽用生物制品占比仍有一定增长空间。根据 Grand View Research 数据，2021年全球兽药市场规模约为 294 亿美元，其中生物制品占比约为 36.3%。相比之下，我国 2020 年生物制品市场销售额的占比仅为 26%。随着“养大于防，防大于治”的思想在养殖行业渗透，疫苗的渗透率有望进一步提升。

图30：我国兽药市场产品结构



资料来源：科前生物公司公告，观研报告网，中商情报网，中国兽药协会，申港证券研究所

图31：2021年国外兽药市场产品结构

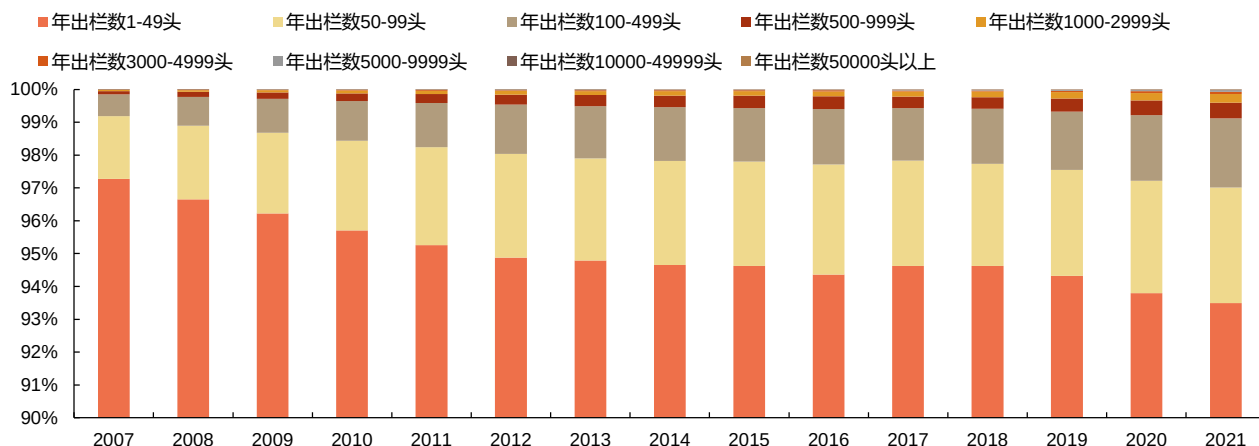


资料来源：FMI，Grand View Research，申港证券研究所

养殖行业规模化促进兽药产业整体规模扩大，产能向头部集中。近年来我国生猪养殖行业结构发生显著变化：饲养场户总量快速下降，规模化趋势逐渐显现。禽类养殖企业规模化程度偏低，但规模化趋势明显，提升空间显著。规模化养殖企业使用

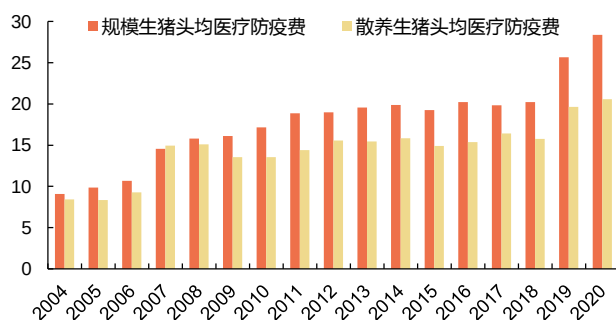
兽药的意愿更强，促进兽药行业规模扩大。

图32：中国不同规模生猪饲养场（户）占比



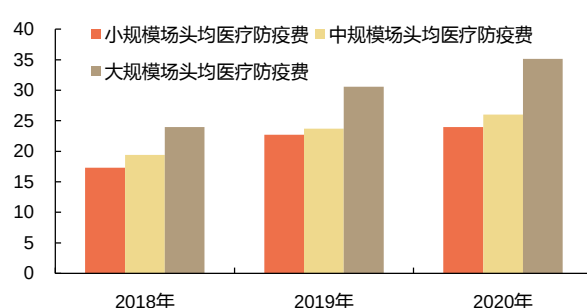
资料来源：Wind，申港证券研究所

图33：规模生猪养殖场医疗防疫费用高于散养户（元/头）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图34：规模越大的养殖场头均医疗防疫费用越高（元/头）



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2.1 多联多价苗将成发展趋势

动物疫苗未来的发展方向是由单价疫苗向多价疫苗、多联疫苗发展。

- ◆ 当前畜禽养殖过程中使用的兽用疫苗仍以单价疫苗为主，多价疫苗和多联疫苗相对较少。当前许多畜禽传染病以并发或继发（多病联发）的形式频繁出现在临床上。由于单价疫苗仅能预防一种传染病或者一种传染病的某一类型的病原体感染，因此畜禽养殖企业或者养殖户必须对畜禽进行多次疫苗注射。多次注射一方面可能造成畜禽更大的应激反应，另一方面也增加了畜禽养殖企业或者养殖户的养殖成本。
- ◆ 多价疫苗、多联疫苗可以减少畜禽接种疫苗的次数，实现“一针多防”，提高疫苗的接种效率，同时还减少了疫苗运输、存放、接种的成本，为畜禽养殖企业或者养殖户减轻负担。因此兽用疫苗企业均加大了多联多价疫苗的研发力度。

表3：单价、多价和多联疫苗对比

产品	简介	优劣势
单价疫苗	仅能预防一种传染病或者一种传染病的某一类型的病原体感染	需要多次疫苗注射，可能造成畜禽更大的应激

敬请参阅最后一页免责声明

产品	简介	优劣势
多价疫苗	可预防同一种病原微生物的不同血清型/株引起的疾病	反应，增加了养殖成本
多联疫苗	可预防不同病原微生物引起的疾病	提高疫苗的接种效率，同时还减少了疫苗运输、存放、接种的成本

资料来源：科前生物公司公告，申港证券研究所

基因工程疫苗成为行业发展重点。基因工程疫苗是指使用基因工程技术获得的疫苗。应用基因工程技术能制出不含感染性物质的亚单位疫苗、稳定的减毒疫苗及能预防多种疫病的多价疫苗等。

随着基因工程疫苗免疫效力的进一步提升、生产成本的下降，基因工程疫苗将成为未来兽用疫苗的主要发展方向。基因工程疫苗具有安全性良好、产品质量均一、适合开发多价疫苗和多联疫苗等优势。我国畜禽养殖规模位居世界前列，安全高效的疫苗需求旺盛，因此基因工程疫苗的应用具有广阔的市场空间。

2.2.2 市场苗逐步替代政采苗

我国兽用生物制品按针对的疫病可分为国家强制免疫（强免）和非国家强制免疫（非强免）两类。

- ◆ 强免兽用生物制品是国家对严重危害养殖业生产和人体健康的动物疫病实施强制免疫所使用的疫苗产品，销售渠道以政府招标采购为主。强免疫苗又称政府苗。目前猪用疫苗中，只有口蹄疫疫苗是强免疫苗。
- ◆ 非强免兽用生物制品是除政府采购外，以市场途径销售的兽用生物制品，包括市场苗、诊断试剂、血清、卵黄抗体等。非强免疫苗又称市场苗。

表4：市场苗与政府苗对比

项目	市场苗	政府苗
主要疫病	除国家强制免疫疫病以外的其他疾病	高致病性禽流感，口蹄疫，小反当兽疫，布鲁氏菌病，包虫病
生产资质	新版兽药 GMP、兽药生产许可证等	农业部指定定点生产资质、新版兽药 GMP、兽药生产许可证等
销售模式	以市场化营销渠道为主，主要包括直销和经销两种模式	以政府招标采购为主

资料来源：科前生物公司公告，申港证券研究所

表5：我国强制免疫疫病种类

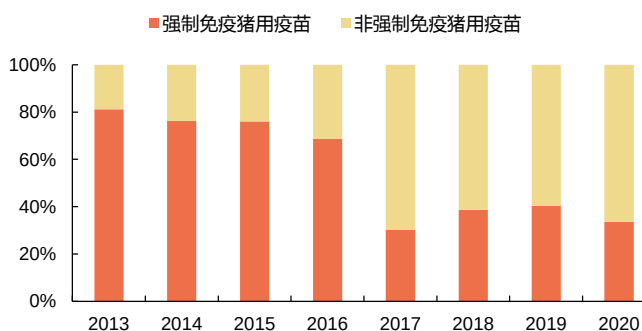
疫病类型	范围
高致病性禽流感	对全国所有鸡、鸭、鹅、鹌鹑等人工饲养的禽类，根据当地实际情况，在科学评估的基础上选择适宜疫苗，进行 H5 亚型和（或）H7 亚型高致病性禽流感免疫。对供研究和疫苗生产用的家禽、进口国（地区）明确要求不得实施高致病性禽流感免疫的出口家禽，以及因其他特殊原因不免疫的，有关养殖场（户）逐级报省级农业农村部门同意后，可不实施免疫。
口蹄疫	对全国有关畜种，根据当地实际情况，在科学评估的基础上选择适宜疫苗，进行 O 型和（或）A 型口蹄疫免疫；对全国所有牛、羊、骆驼、鹿进行 O 型和 A 型口蹄疫免疫；对全国所有猪进行 O 型口蹄疫免疫，各地根据评估结果确定是否对猪实施 A 型口蹄疫免疫。
小反当兽疫	对全国所有羊进行小反当兽疫免疫。开展非免疫无疫区建设的区域，经省级农业农村部门同意后，可不

疫病类型	范围
	实施免疫。
布鲁氏菌病	对种畜以外的牛羊进行布鲁氏菌病免疫，种畜禁止免疫。各省份根据评估情况，原则上以县为单位确定本省份的免疫区和非免疫区。免疫区内不实施免疫的、非免疫区实施免疫的，养殖场（户）应逐级报省级农业农村部门同意后实施。各省份根据评估结果，自行确定是否对奶畜免疫；确需免疫的，养殖场（户）应逐级报省级农业农村部门同意后实施。免疫区域划分和奶畜免疫等标准由省级农业农村部门确定。
包虫病	内蒙古、四川、西藏、甘肃、青海、宁夏、新疆和新疆生产建设兵团等重点疫区对羊进行免疫；四川、西藏、青海等省份可使用 5 倍剂量的羊棘球蚴病基因工程亚单位疫苗开展牦牛免疫，免疫范围由各省自行确定。

资料来源：农业农村部，申港证券研究所

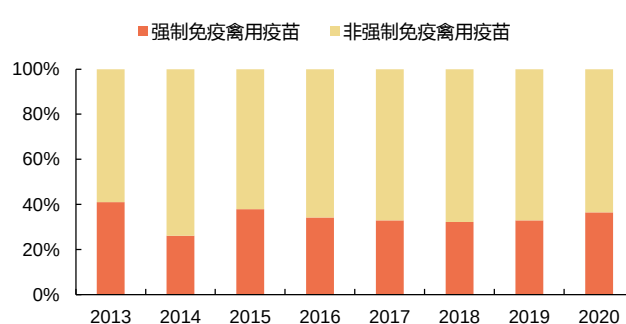
随着我国兽用生物制品行业的市场化发展趋势，国家强制免疫疫病逐步减少。2017 年，高致病性猪蓝耳病和猪瘟退出国家强制免疫疫病，针对生猪的强制免疫疫病只剩下口蹄疫，非强制免疫猪用疫苗的市场份额因此超过了强制免疫猪用疫苗。

图35：猪用疫苗强制和非强制疫苗市场占比



资料来源：科前生物公司公告，《中国兽药产业发展报告》，申港证券研究所

图36：禽用疫苗强制和非强制疫苗市场占比



资料来源：科前生物公司公告，《中国兽药产业发展报告》，申港证券研究所

“先打后补”全面加速推进，市场苗将快速发展。

- ◆ 2019 年 12 月农业农村部发布《兽用生物制品经营管理办法》（修订草案征求意见稿），首先提出国家强制免疫用生物制品生产企业可将国家强制免疫用生物制品直接销售给各级人民政府畜牧兽医管理部门或养殖场，也可由其授权经销商销售。
- ◆ 2020 年 11 月，《关于深入推进动物疫病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》提出：2020-2021 年，在 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”，2025 年，逐步全面取消政府招标采购强免疫苗。
- ◆ 2022 年 1 月，《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022—2025 年）》再次强调全面推进“先打后补”工作。市场苗未来几年将迎来快速发展期。

表6：“先打后补”相关政策

发布时间	政策名称	主要内容
2019 年 12 月 9 日	《兽用生物制品经营管理办法》（修订草案征求意见稿）	国家强制免疫用生物制品生产企业可将国家强制免疫用生物制品直接销售给各级人民政府畜牧兽医管理部门或养殖场（户），也可由其授权经销商销售。

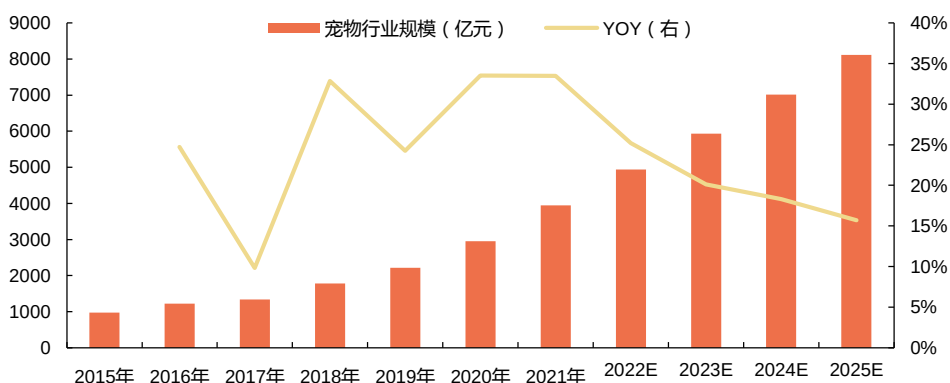
发布时间	政策名称	主要内容
2019 年 12 月 26 日	《2020 年国家动物疫病强制免疫计划》	推进“先打后补”。各地要加快推进“先打后补”,结合实际制定细化实施方案,力争在 2020 年实现规模养殖场全覆盖。
2020 年 11 月 18 日	《关于深入推进动物疫病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》	2020-2021 年,在河北、吉林、浙江、安徽、福建、江西、山东、湖南、云南、宁夏等 10 个省份的规模养殖场户开展深入推进“先打后补”改革试点,其他省份根据本地实际自行确定试点范围和对象;2022 年,全国所有省份的规模养殖场户实现“先打后补”,年底前政府招标采购强免疫苗停止供应规模养殖场户;2025 年,逐步全面取消政府招标采购强免疫苗。
2021 年 1 月 6 日	《2021 年国家动物疫病强制免疫计划》	推进“先打后补”。各省份要按照《农业农村部办公厅关于深入推进动物疫病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》(农办牧〔2020〕53 号)要求,结合实际制定实施方案,加快推进“先打后补”工作,按时报送进展情况。
2022 年 1 月 4 日	《国家动物疫病强制免疫指导意见(2022—2025 年)》	实行“先打后补”。各省份可采用养殖场(户)自行免疫、第三方服务主体免疫、政府购买服务等多种形式,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 年年底前逐步全面停止政府招标采购强免疫苗。

资料来源:农业农村部,申港证券研究所

2.2.3 宠物疫苗开辟动保蓝海

多因素推动我国宠物行业发展,宠物市场规模逐年扩大。我国经济的发展和个人财富的增加为宠物行业的快速发展奠定基础。城镇化水平的提升、独居人群数量增加、人口老龄化的加剧和养宠观念的转变,人们养宠需求不断扩大。据艾媒咨询数据,我国的宠物市场规模逐年增长,从 2015 年的 978 亿元快速增长到 2021 年的 3942 亿元,复合增速 26%。

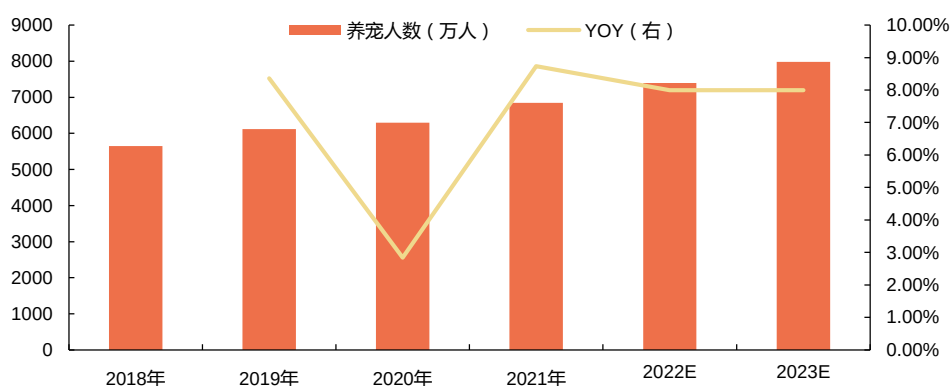
图37: 我国宠物行业规模稳步增长



资料来源:艾媒咨询,申港证券研究所

宠物家庭渗透率提升空间仍然较大。在 2015 年到 2019 年期间,我国城镇家庭的宠物渗透率从 10%增长到 23%,而美国宠物家庭渗透率至 2021 年已达到 70%,相较于宠物市场已基本成熟的美国的宠物家庭渗透率,我国目前的宠物家庭渗透率提升空间较大。伴随着中国人均收入在未来进一步提升,以及生育意愿的下行,我国的宠物家庭渗透率会继续提升,我们预计养宠人数将持续增加。

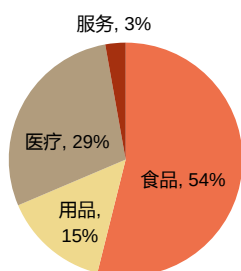
图38：我国养宠人数提升



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，申港证券研究所

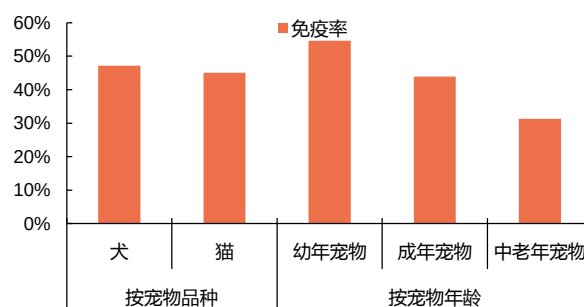
宠物疫苗渗透率有待提高，国产化替代空间大。中国宠物数量不断增加，将带动宠物用药市场的增长。《2021 年中国宠物行业白皮书》显示，2021 年宠物消费中，医疗消费占比近 30%。2021 年，我国宠物整体免疫率仅为 46%，而中老年宠物免疫率仅为 31%，还有很大的提升空间。而目前国内宠物药品、疫苗市场主要由外资企业主导，国产药品、疫苗则刚刚兴起，国产品替代空间较大。

图39：宠物市场各产业消费占比



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，申港证券研究所

图40：我国宠物整体免疫率低于 50%



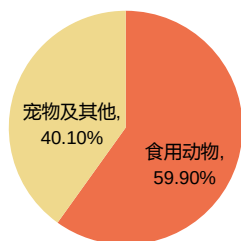
资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，申港证券研究所

宠物消费端的消费意愿较强，宠物药市场前景广阔。养宠人群整体年龄段较为年轻，宠物主文化程度较高，对新事物的接受意识强，注重宠物健康保护，且收入整体较高，购买力较强，价格敏感性较低，更易购买高价优质宠物药品。我们认为养宠率和宠物药渗透率仍将逐年提高，预测未来几年我国宠物用药市场规模将维持较快的增速。

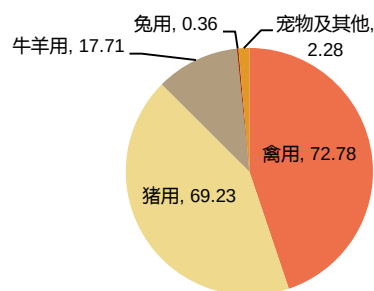
宠物药品潜在市场空间超百亿。2020 年，全球宠物用药规模 135.5 亿美元，占全球兽药市场总体比重达 40%，而据中国兽药协会统计，我国宠物用药销售额仅 2.28 亿元，占比仅 1.4%，若以全球数据为标准，宠物与经济动物用药规模达到 1:1.5 的结构，则我国宠物用药市场空间超过百亿，潜在增长空间巨大。

图41：2020 年全球兽用生物制品销售额结构

图42：2020 年我国兽用生物制品销售额结构



资料来源：《中国兽药产业发展报告》，HealthforAnimals，申港证券研究所

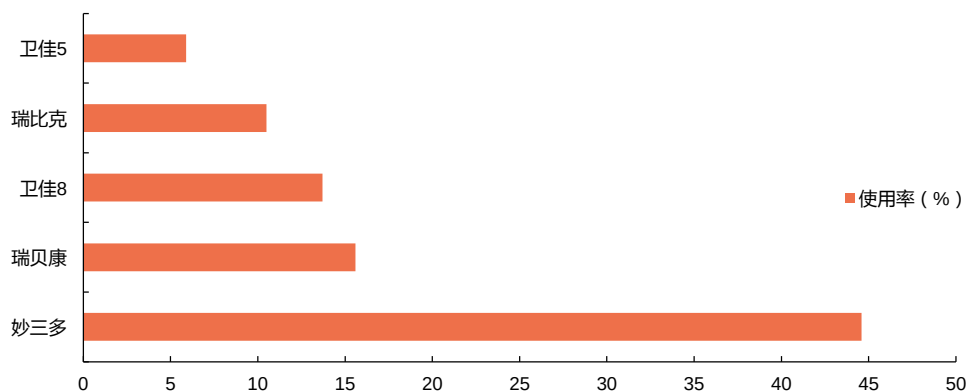


资料来源：《中国兽药产业发展报告》，申港证券研究所

宠物药品集中在宠物常用药领域，主要是疫苗、驱虫药、消炎药及皮肤用药。目前我国的宠物药品由外资企业主导。我国取得生产批准文号的宠物药品很少，加之部分药物效果不佳，所以许多宠物医院选择使用畜禽药品或人药作为宠物治疗用药。

当前，海外品牌在我国宠物疫苗市场占绝对优势，国产化替代空间大。2021 年我国宠物疫苗使用率 TOP5 品牌均来自国外。其中硕腾在疫苗领域优势明显，TOP5 品牌中，有 4 个是硕腾旗下产品。

图43：宠物疫苗品牌使用率 TOP5



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，申港证券研究所

国内上市公司中多家动保企业在宠物疫苗领域有研发布局，研发产品主要集中在猫三联、犬三联、犬四联疫苗。

表7：国内上市公司宠物生物制品研发进度汇总

企业名称	在研产品	进度	报告期
瑞普生物	犬细小病毒抗血清	已经取得《新兽药注册证书》	2022A
	犬瘟热、细小病毒病、腺病毒病、副流感四联活疫苗	已经取得临床批件，处于临床试验阶段	
	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗	已经取得临床批件，处于临床试验阶段	
科前生物	犬细小病毒 VP2 蛋白重组犬瘟热病毒活疫苗	实验室研究	2022A
	猫三联（猫瘟病毒、猫杯状病毒、猫疱疹病毒）灭活疫苗	准备申报临床试验	
	猫瘟病毒、猫疱疹病毒、猫杯状病毒三联减毒活疫苗	实验室研究	
	猫疱疹病毒基因工程缺失活疫苗	实验室研究	

生物股份	犬瘟热、细小病毒、腺病毒 2 型三联活疫苗 (D2 株+P6 株+A22 株)	临床试验阶段	
	犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病、犬副流感四联疫苗 (CDV/NM/70 株 +CPV/CZ/90 株 +CAV/SY/110 株 +CPIV/BJ/90 株)	临床试验阶段	2022A
	猫泛白细胞减少症、鼻气管炎、鼻结膜炎三联灭活疫苗	临床试验申报阶段	
	猫狂犬病、泛白细胞减少症、鼻气管炎、鼻结膜炎四联灭活疫苗 (CVS-11 株+FP/15 株+FH/AS 株+FC/HF 株)	临床试验阶段	
	海利生物 犬瘟、细小病毒病、腺病毒病三联活疫苗	复核阶段	2022H1

资料来源：各公司公告，申港证券研究所

3. 公司口苗基本盘稳固 非口苗管线蓄势待发

按动物类型分，生物股份公司产品覆盖猪、禽、反刍和宠物四大类百余种动物疫苗，产品聚焦预防口蹄疫、猪圆环病、猪繁殖与呼吸综合征、猪伪狂犬病、高致病性禽流感、布鲁氏菌病、牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎等动物疫病，可满足国内绝大多数养殖场目前重点流行、常见疾病的防疫需求。

表8：公司产品矩阵

适用动物	疫苗品种
猪	猪圆环疫苗：金圆支、圆立优、圆康
	猪繁殖与呼吸综合征疫苗：蓝立优、蓝精灵
	猪瘟活疫苗（传代细胞源）：温康
	猪口蹄疫疫苗：金 OA、保蹄灵
	猪伪狂犬疫苗：伪狂宁
	猪细小病毒病灭活疫苗：喜得康
	猪流感二价灭活疫苗：感乐优
反刍动物	口蹄疫疫苗：金欧安、金倍欧
	布氏菌病活疫苗：啤立克、保布净
	牛病毒性腹泻黏膜病、牛传染性鼻气管炎二联灭活疫苗：啤乐优
宠物	山羊痘活疫苗：金豆
	狂犬病灭活疫苗（Flury 株）：犬康
	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（La Sota 株+M41 株+HS25 株+HZ 株）
	鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）、传染性法氏囊病三联灭活疫苗（La Sota 株+SZ 株+rVP2 蛋白）
	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N1 Re-11 株+Re-12 株，H7N9 H7-Re3 株）
	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+HP 株）
	鸭坦布苏病毒病灭活疫苗（HB 株）
禽类	重组新城疫病毒灭活疫苗（A-VII 株）
	鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗（La Sota 株+JY 株）

资料来源：公司官网，申港证券研究所

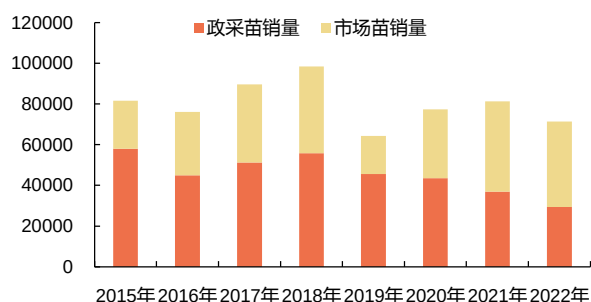
3.1 强免疫苗龙头地位稳固 先打后补有望提升盈利能力

生物股份拥有口蹄疫、高致病性禽流感和布鲁氏菌病三大强制免疫疫苗农业部定点生产资质。强免疫苗的销售途径原本主要为政府采购，随着先打后补政策的推行，近

年来多种疫苗政府采购占比逐年下降。

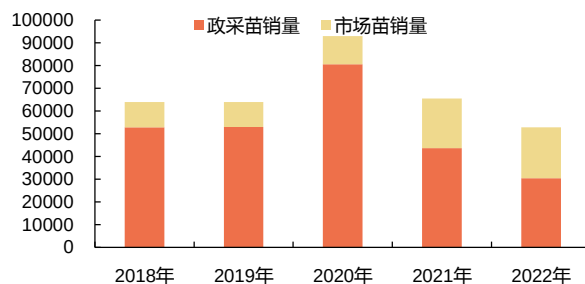
- ◆ 口蹄疫疫苗政采苗占比不断下降，从 2015 年至 2022 年，公司口蹄疫政采苗的占比从 71%将至 41%；
- ◆ 禽流感疫苗的政府采购占比逐年下滑，从 2018 年-2022 年，禽流感政采苗占比从 83%降至 58%。

图44：公司口蹄疫政采苗和市场苗销量结构（万毫升）



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

图45：公司禽流感政采苗和市场苗销量结构（万毫升）



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

3.1.1 口苗优势显著份额稳定

政采苗将退出历史舞台，市场苗价高质优，或带来口蹄疫市场空间扩容。

- ◆ 据《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022—2025 年）》，“先打后补”政策，应在 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。
- ◆ 据我们测算，当前口蹄疫市场空间约 39 亿元，若至 2025 年，市场苗完全替代政采苗，则届时口蹄疫市场空间将达到 53 亿元，相较当前市场空间扩容 37%。

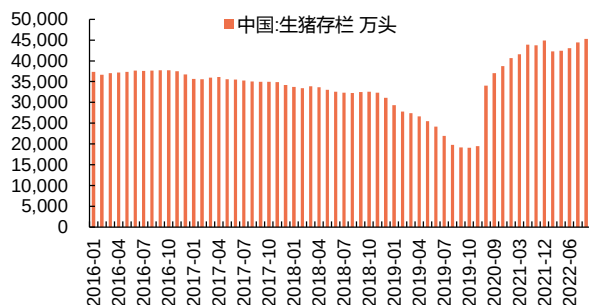
表9：口蹄疫市场规模测算

项目		数据		
猪只数量（亿头）	商品猪	7		
	种猪	0.4		
单头接种剂量（毫升）		4		
理论需求（亿毫升）		29.6		
渗透率		90%		
实际需求量（亿毫升）		26.64		
当前		市场苗	政采苗	合计
	价格（元/毫升）	2	0.8	-
	占比	55%	45%	100%
	需求量（亿毫升）	14.65	11.99	26.64
	市场空间（亿元）	29.30	9.59	38.89
	占比	100%	0%	100%
未来 (2025 年后)	占比	100%	0%	100%
	需求量（亿毫升）	26.64	0	26.64
	市场空间（亿元）	53.28	0	53.28

资料来源：Wind，中国养猪网，荆州市农业农村局，申港证券研究所

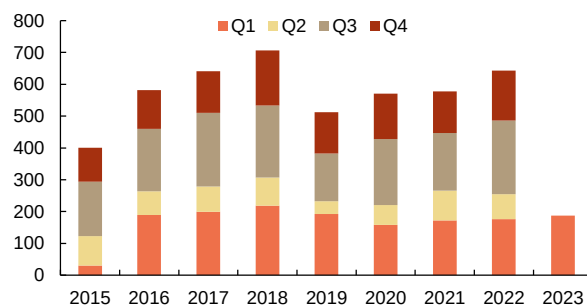
由于口蹄疫产品是强制免疫疫苗，其销量与猪只存栏关系较为紧密。从全行业口蹄疫产品批签发数据来看，2020-2022 年随着生猪存栏的增加，全行业的口蹄疫批签发量逐年增加。2023 年 Q1，全国口蹄疫批签发数量继续增加，同比+6%，预计 2023 年全年口蹄疫批签发量进一步增加。

图46：我国生猪存栏近年来呈增加态势



资料来源：Wind，申港证券研究所

图47：我国口蹄疫疫苗批签发量



资料来源：国家兽药基础数据库，申港证券研究所

注：图中 2023 年的数据截止日期为 2023 年 3 月 31 日，下同

公司口蹄疫疫苗市场份额连续多年位居国内动物疫苗行业第一，产品质量在国内规模化养殖企业中得到广泛认可。但近年来口蹄疫竞争激烈化，截至 2023 年 3 月，获得口蹄疫相关疫苗新兽药证书的企业达到 16 家，产品多达 20 余种，主要生产企业包括金宇保灵、中牧实业、中农威特、天康生物、必威安泰、申联生物等。

从各厂家口蹄疫疫苗批签发占比和销量来看，金宇始终处于龙头地位。由于各家公司每批次签发的产品含量不同，因此不能准确反映实际市占率，但仍可供参考，以及纵向对比。据公司投资者问答，公司 2019 年口蹄疫市占率约 50%。

图48：我国口蹄疫疫苗批签发数据占比

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	总计
金宇保灵	22%	24%	24%	28%	22%	33%	20%	26%	20%	25%
中牧实业	26%	23%	20%	21%	19%	15%	16%	14%	15%	19%
中农威特	21%	18%	18%	15%	13%	10%	10%	9%	12%	14%
天康生物	12%	13%	12%	15%	21%	22%	20%	20%	18%	17%
必威安泰	8%	9%	10%	7%	5%	7%	11%	14%	18%	9%
申联生物	10%	13%	13%	10%	13%	9%	12%	8%	12%	11%
金海生物	0%	0%	2%	4%	4%	2%	7%	5%	0%	3%
中普生物	0%	0%	0%	0%	2%	2%	4%	5%	4%	2%
其他	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	1%	1%	0%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

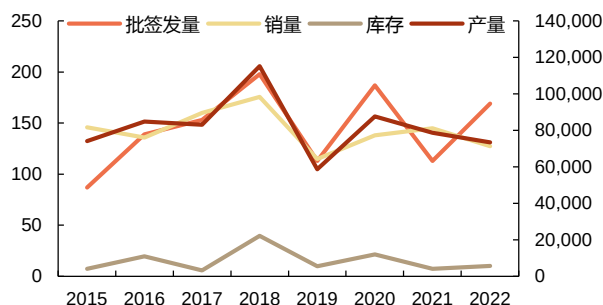
资料来源：国家兽药基础数据库，申港证券研究所

公司口蹄疫产品产销量走势与兽药数据库批签发数据走势较为相似。

- ◆ 结合金宇历年批签发数据与产销量数据，每签口蹄疫疫苗含量约 600 万毫升。2020 年由于公司搬迁新厂房，单签疫苗含量下降，2021 年，随着金宇生物科技产业园区一期项目基本全面投产，产能与 GMP 标准大幅提升，新园区产能较原有产能提高 50%，单签口蹄疫疫苗含量较 2020 年大幅提升。

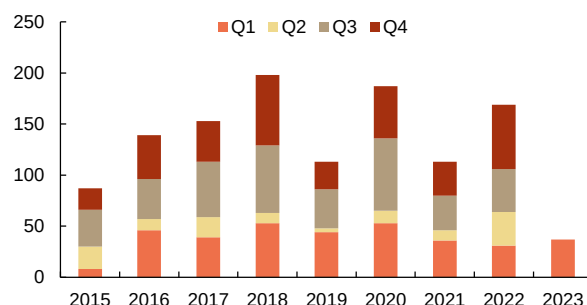
◆ 2023 年 Q1，公司口蹄疫产品批签发量同比+19%，预计 23 年全年销量提升。

图49：公司口蹄疫产销量（万毫升）与批签发数据走势一致



资料来源：Wind，公司公告，国家兽药基础数据库，申港证券研究所

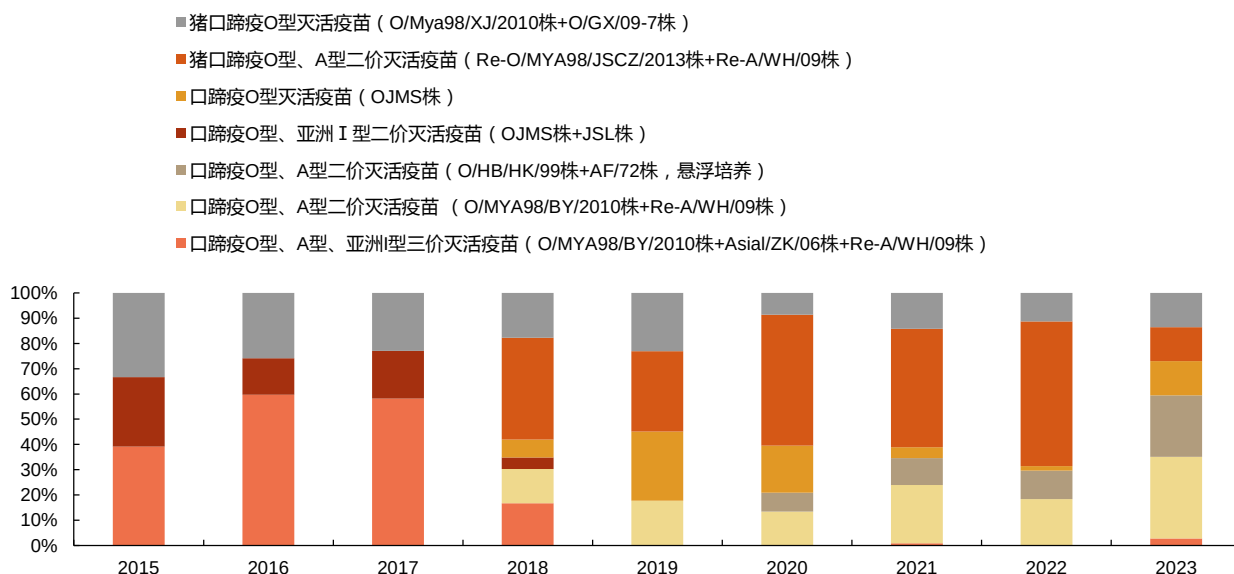
图50：公司口蹄疫批签发数据显著好转



资料来源：国家兽药基础数据库，申港证券研究所

从批签发数据结构来看，口蹄疫产品呈现出单价疫苗向多价转变的特点，O型灭活疫苗占比逐渐下降，O型、A型二价灭活疫苗占比提升。2018年，随着亚洲I型口蹄疫病毒在国内得到净化，对该毒株的免疫退出免疫程序，亚洲I型疫苗生产退出市场。2022年，公司口蹄疫产品中，O型、A型二价灭活疫苗占比高达87%，O型灭活疫苗占比仅13%。

图51：金宇生物口蹄疫批签发数据结构



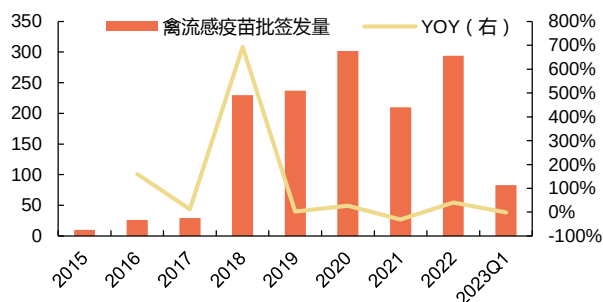
资料来源：国家兽药基础数据库，申港证券研究所

3.1.2 禽流感疫苗势头向好

我国禽流感疫苗竞争格局较为分散。2017年，公司成功竞得辽宁益康生物股份有限公司47%的控股股权，取得高致病性禽流感生产资质，近几年来，销售状况整体向好，签发数据占全国4%-5%。2022年，辽宁益康获批重组禽流感三价灭活疫苗（H5N6H5-Re13株+H5N8H5-Re14株+H7N9H7-Re4株）疫苗生产资格，成为

最早获批新毒株疫苗的生产企业之一。

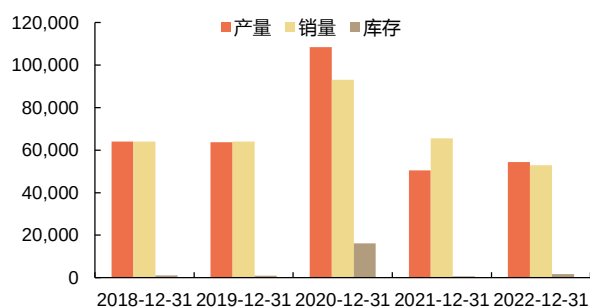
图52：公司禽流感疫苗批签发量



资料来源：国家兽药基础数据库，申港证券研究所

注：辽宁益康批签发量数据从2018年后开始计入

图53：公司禽流感疫苗产销量（万毫升）



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

图54：我国禽流感疫苗批签发数据结构

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	总计
青岛易邦生物工程有限公司	16%	19%	19%	19%	18%	19%	16%	18%	18%	18%
肇庆大华农生物药品有限公司	13%	11%	13%	9%	9%	7%	8%	7%	9%	9%
乾元浩生物股份有限公司郑州生物药厂	7%	8%	7%	8%	7%	7%	6%	5%	5%	7%
普莱柯生物工程股份有限公司	7%	7%	8%	8%	7%	5%	6%	4%	5%	6%
哈药集团生物疫苗有限公司	5%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	8%	5%
广州市华南农大生物药品有限公司	4%	4%	3%	3%	4%	6%	5%	5%	5%	4%
辽宁益康生物股份有限公司	4%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	5%	5%	4%
哈尔滨维科生物技术开发公司	11%	9%	10%	6%	6%	5%	4%	5%	4%	7%
国药集团扬州威克生物工程有限公司	4%	4%	4%	4%	2%	2%	2%	2%	3%	3%
广东永顺生物制药股份有限公司	5%	4%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	3%
其他	25%	26%	25%	31%	35%	36%	42%	41%	36%	33%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：国家兽药基础数据库，申港证券研究所

表10：2022年获重组禽流感（H5+H7）三价灭活疫苗批文的企业列表

通用名	企业名称
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗 （H5N6H5 - Re13 株+H5N8H5 - Re14 株+H7N9H7 - Re4 株）	广东永顺生物制药股份有限公司
	哈尔滨维科生物技术有限公司
	哈药集团生物疫苗有限公司
	辽宁益康生物股份有限公司
	普莱柯(南京)生物技术有限公司
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗 （细胞源，H5N6H5 - Re13 株+H5N8H5 - Re14 株+H7N9H7 - Re4 株）	乾元浩生物股份有限公司郑州生物药厂
	青岛易邦生物工程有限公司
	肇庆大华农生物药品有限公司
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗 （H5N2rHN5801 株+rGD59 株，H7N9rHN7903 株）	吉林冠界生物技术有限公司
	山东信得动物疫苗有限公司
	广州市华南农大生物药品有限公司

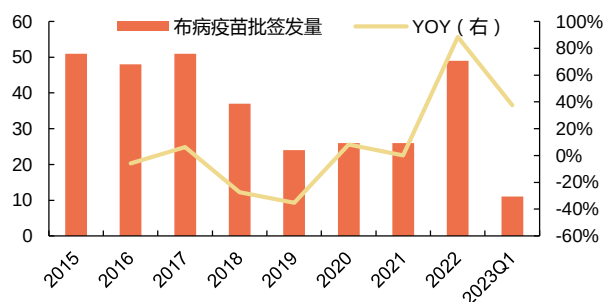
资料来源：国家兽药基础数据库，申港证券研究所

3.1.3 布病疫苗加速增长

金宇发挥地处内蒙古自治区的地缘优势，大力发展反刍动物疫苗，弱化猪周期对公司收入结构的负面影响。

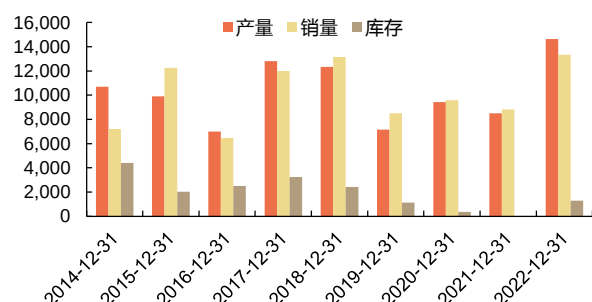
公司拥有多款布病疫苗产品，近几年批签发占比持续增加。公司凭借强大的研发能力不断推出新品，研发获批的布鲁氏菌基因缺失活疫苗(M5-90△26株)为国内首个获批生产的羊种布鲁氏菌基因缺失活疫苗，该产品于2022年4月获批上市，上市首年即获得积极的市场反响，公司2022年布病疫苗销量大幅提升。

图55：公司布病疫苗批签发量



资料来源：国家兽药基础数据库，申港证券研究所

图56：公司布病疫苗产销量（万头份）



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

图57：我国布病疫苗批签发数据结构

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	总计
青海生物药品厂	26%	26%	17%	25%	24%	3%	0%	0%	0%	16%
金宇保灵生物制品有限公司	24%	12%	16%	11%	7%	12%	13%	21%	17%	14%
重庆澳龙生物制品有限公司	1%	6%	6%	8%	14%	26%	22%	22%	25%	13%
中牧实业股份有限公司（兰州+江西）	32%	23%	15%	13%	13%	0%	0%	0%	0%	13%
天康生物制药有限公司	0%	13%	16%	10%	16%	21%	29%	23%	26%	16%
哈药集团生物疫苗有限公司	4%	6%	13%	8%	11%	11%	10%	8%	0%	9%
齐鲁动物保健品有限公司	8%	6%	8%	3%	5%	6%	8%	7%	8%	6%
哈尔滨维科生物技术有限公司	0%	1%	4%	16%	4%	15%	12%	10%	11%	8%
其他	5%	7%	5%	4%	7%	7%	5%	10%	14%	6%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

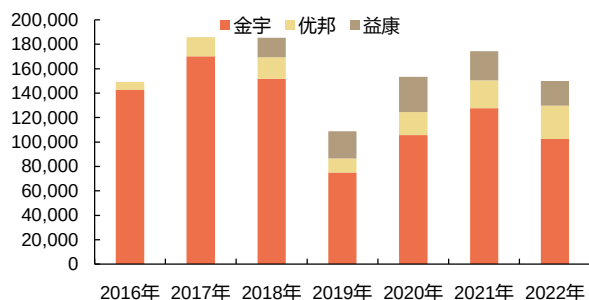
资料来源：国家兽药基础数据库，申港证券研究所

3.2 非强免疫苗增长势头强劲

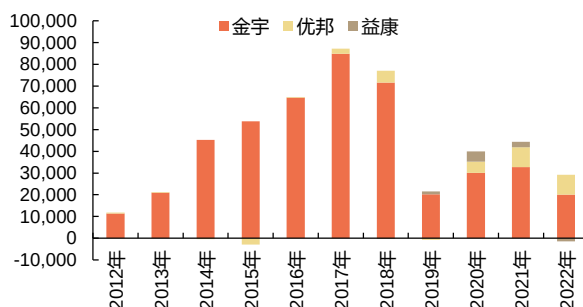
近年来，公司发力非强免疫苗，寻求第二增长曲线。随着圆环、伪狂等单品逐渐放量，公司利润结构中优邦、益康的占比提升，子公司盈利能力凸显。

图58：近年来优邦、益康收入占比提升（万元）

图59：近年来优邦、益康利润占比提升（万元）



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

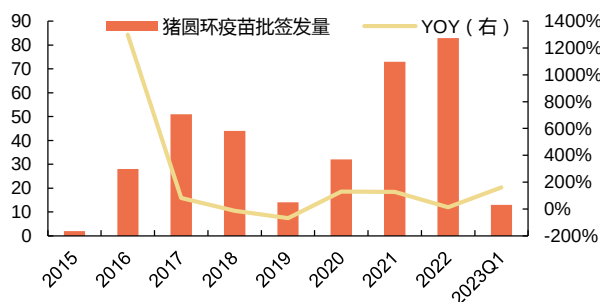


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

3.2.1 圆环新产品业绩加速释放

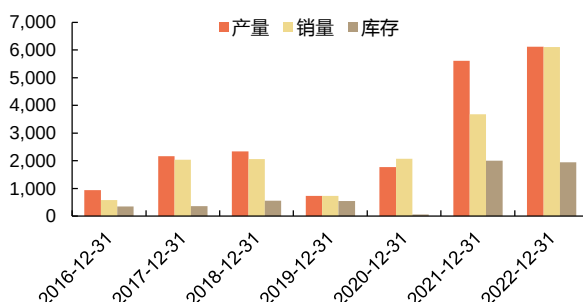
扬州优邦为公司圆环疫苗主要生产基地。2022年2月, 公司猪圆环、支原体二联疫苗获产品批文后, 即由金宇保灵投入生产, 22年全年圆支二联苗签发批次30次, 占全年签发比重36%, 市占率快速提升。联苗具有一针多效, 减少应激反应的优点, 产品价格高, 将有利于公司整体毛利率的提升。

图60: 公司猪圆环疫苗批签发量



资料来源: 国家兽药基础数据库, 申港证券研究所

图61: 公司猪圆环疫苗产销量 (万毫升)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

注: 2022年产销数据含圆支二联苗销量

表11: 公司圆环、圆支二联苗批签发数据

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
猪圆环病毒2型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗 (重组杆状病毒 DBN01 株+DJ-166 株)								30	3
猪圆环病毒2型杆状病毒载体灭活疫苗 (CP08 株)	2	24	48	43	12	27	56	44	10
猪圆环病毒2型灭活疫苗 (DBN-SX07 株)		4	3	1	2	4	16	9	
猪圆环病毒2型灭活疫苗 (YZ 株)						1	1		

资料来源: 国家兽药基础数据库, 申港证券研究所

3.2.2 非瘟疫苗或将打开业绩空间

非洲猪瘟 (African Swine Fever, ASF) 是指由非洲猪瘟病毒 (African Swine Fever Virus, ASFV) 引起的一种急性动物传染病, 所有品种和年龄的猪均可感染, 发病率和死亡率最高可达 100%。非洲猪瘟病毒自 2018 年传入国内以来, 对生猪养殖行业带来持续损失, 近期非瘟在国内再次出现抬头迹象。

目前为止非洲猪瘟没有商业疫苗和有效防控方法，且全球范围内尚未有完全安全、有效的疫苗获批上市，但国内多款不同路径的非瘟疫苗处于在研状态。非瘟疫苗的研发路径包括灭活疫苗、亚单位疫苗、减毒活疫苗、核酸疫苗等。其中灭活疫苗路径被证实效果较差，目前市场关注度较高的主要有亚单位疫苗和减毒活疫苗。

- ◆ 减毒活疫苗是将病原微生物在人工条件下使其致病性减弱，但仍保留其繁衍能力和免疫原性，制成的减毒活疫苗。减毒活疫苗疫苗无需添加佐剂，价格低廉，接种到体内后，能够同时产生细胞免疫和体液免疫，起到长期或终生保护的作用。
- ◆ 亚单位疫苗是采用基因工程方式，利用微生物的某种表面结构成分制成不含有核酸、能诱发机体产生抗体的疫苗，因其成分中不含病毒核酸部分，具有更高的生物安全性，但其缺点在于：只能激发体液免疫、交叉保护效率低、无法产生中和抗体等。
- ◆ 病毒载体疫苗是使用病毒载体诱导特异性免疫及非特异性免疫的疫苗，是通过去除或使用免疫原替换病毒毒力基因，或使病毒载体无法复制来保障疫苗安全性的一种手段。

表12：不同路径非瘟疫苗优劣势比较

技术路线	优势	劣势
灭活疫苗	价格低廉、工艺简单、安全性高	产生的免疫应答非常弱或无法持久，无免疫效果
减毒活疫苗（自然致弱活疫苗、重组致弱活疫苗）	免疫应答作用持续时间长、免疫屏障良好	自然致弱活疫苗有一定毒副作用、对不同基因型 ASFV 的交叉保护率不甚理想，毒力不稳定，接种后易返强
亚单位疫苗	生物安全性较高	只能提供部分免疫保护、交叉保护效率低、无法产生中和抗体等
核酸疫苗	保存制作更加适应需求	只能提供部分保护或无保护
病毒载体疫苗	具备较强的安全性与免疫效率	病毒载体疫苗激活免疫应答的能力因其携带的基因不同而存在差异，大多数疫苗保护效果还有待验证

资料来源：《非洲猪瘟疫苗研制方向及进展》，申港证券研究所

当前国内各家动保企业的非瘟疫苗研发均取得一定的进展。

- ◆ 普莱柯：与中国农业科学院兰州兽医研究所合作的非洲猪瘟亚单位疫苗已于近日向农业农村部提交了兽药应急评价申请，相关评审工作正在进行。
- ◆ 科前生物：非洲猪瘟病毒载体疫苗即将完成转基因生物安全评价，随后提交应急评价申请；在非洲猪瘟亚单位疫苗和载体疫苗等产品研究取得重大进展。
- ◆ 生物股份：公司与中国科学院生物物理研究所等单位联合开展非洲猪瘟亚单位疫苗研制，并已正式向农业农村部提交非洲猪瘟亚单位疫苗应急评审材料；公司对筛选出的非洲猪瘟病毒抗原蛋白进行 mRNA 疫苗表达验证以及本动物试验，多个靶点上展现了良好的保护效果。

表13：国内上市公司研发进展

上市公司	技术路径	研究进展
普莱柯	亚单位疫苗	目前正按照农业农村部应急评价要求完善相关研究资料，力争早日提交应急评价申请。
生物股份	亚单位疫苗	与中国科学院生物物理研究所等单位联合开展非洲猪瘟亚单位疫苗研制，并已正式向农业农村部提交非洲猪瘟亚单位疫苗应急评审材料。
	mRNA 疫苗	公司对筛选出的非洲猪瘟病毒抗原蛋白进行 mRNA 疫苗表达验证以及本动物试验，多个

上市公司	技术路径	研究进展
		靶点上展现了良好的保护效果。
	基因缺失减毒活疫苗	公司完成了 I177 单基因缺失、双基因缺失、以及多基因缺失等基因工程毒株的构建，结果显示以上各基因缺失疫苗均具有较高的保护性和较好的安全性。
科前生物	病毒载体疫苗	非洲猪瘟病毒载体疫苗即将完成转基因生物安全评价，随后提交应急评价申请。
	亚单位疫苗	非洲猪瘟亚单位疫苗和载体疫苗等产品研究取得重大进展。

资料来源：各公司公告，申港证券研究所

若非瘟疫苗成功商业化应用，国内动保市场或将大幅扩容，潜在行业空间超百亿。按中性假设估算，若产品渗透率达到 60%，则非瘟疫苗市场空间约 84 亿元。若公司亚单位疫苗产品市占率达到 20%，以净利率 30% 估算，则每年可以为公司贡献 5 亿元利润。

表14：非瘟疫苗市场空间测算

	悲观假设	中性假设	乐观假设
生猪出栏 (亿头)	7	7	7
免疫次数 (次)	2	2	2
产品单价 (元/头份)	10	10	10
渗透率	50%	60%	90%
市场空间 (亿元)	70	84	126

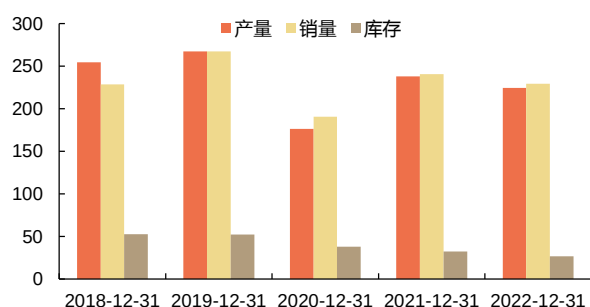
资料来源：Wind，普莱柯公司公告，申港证券研究所测算

3.2.3 布局宠物疫苗静待花开

公司在宠物疫苗上的布局主要体现在收购子公司辽宁益康、设立子公司金宇共立。

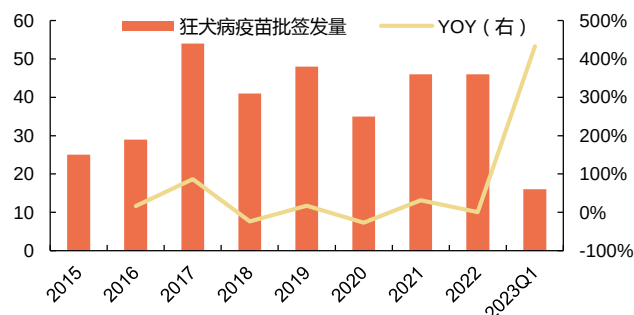
- ◆ 2017 年，公司收购辽宁益康，丰富产品管线。辽宁益康狂犬病疫苗产品销量稳定，23 年 Q1 同比大幅增长，将持续贡献业绩。
- ◆ 2019 年，公司与日本共立制药合资成立金宇共立动物保健有限公司，是国内首家中外合资的宠物动保公司。公司通过引入日本共立制药株式会社成熟的宠物多联多价疫苗及其研发技术，共同开拓国内宠物动保市场。2022 年，金宇共立的犬三联活疫苗和犬四联活疫苗获得临床试验批件，若成功上市将进一步丰富产品矩阵，提升盈利能力。

图62：公司狂犬病疫苗产销量（万头份）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图63：公司狂犬病疫苗批签发量



资料来源：国家兽药基础数据库，申港证券研究所

3.3 搭建 mRNA 研发平台 引领疫苗新方向

疫苗行业的技术迭代主要经历了三个阶段：

- ◆ 第一代传统疫苗主要包括灭活疫苗和减毒活疫苗，是病原体经过各种处理后，使毒性减弱甚至失去，但仍保留其免疫原性，是使用最为广泛的传统疫苗；
- ◆ 第二代新型疫苗包括亚单位疫苗和重组蛋白疫苗，是通过对病原体进行分解或根据基因工程原理获得的具有免疫活性的病原体特异性蛋白结构。亚单位疫苗仅有几种主要表面蛋白质组成，因而能消除许多无关抗原诱发的抗体，从而减少疫苗的副反应和疫苗引起的相关疾病，**但亚单位疫苗保护效果较弱，需要多次注射。**
- ◆ 第三代疫苗则是以 mRNA 疫苗为代表的核酸疫苗。mRNA 疫苗可打破传统灭活、减毒疫苗的免疫激活模式，利用动物自身细胞生产抗原，以此激活特异免疫。相较于传统疫苗，mRNA 疫苗具有更高的安全性（mRNA 没有转基因生物安全风险）和更高的有效保护率，并且能够快速迭代以应对不断出现的变异毒株，**具有研发速度快、安全性高、免疫保护效果好、生产方便等优点。**

图64：疫苗技术更迭发展三阶段

第一代：

灭活疫苗、减毒活疫苗

第二代：

亚单位疫苗、重组蛋白疫苗

第三代：

核酸疫苗

资料来源：公司公告，申港证券研究所

动物 mRNA 疫苗市场空间巨大。mRNA 疫苗主要针对人或人兽共患病，针对动物疫病的相关研究较少，中国是世界上最大的生猪养殖国家，宠物饲养也在大幅增加，动物 mRNA 疫苗潜在市场空间巨大。

公司 mRNA 研发进度在动保企业中领先。目前公司在 mRNA 疫苗领域已掌握大量有效数据，并且结合自身动物疫苗的经验与技术优势，开发出了一系列适合动物疫苗的工艺技术。在非洲猪瘟 mRNA 疫苗技术路线研发方面，公司在工艺技术、设备选型、原辅材料、质量控制等多方面进行了验证，多个靶点上展现了良好的保护效果。

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

4.1.1 口蹄疫疫苗

销量：对于 2023 年销量，由于去年基数较低，参考 Q1 批签发同比增速（+9%），我们假设全年销量同比+10%。假设 2024-2025 年销量，与 2023 年持平。结构上，

随着“先打后补”政策深入推行,我们认为公司 2023-2025 年政采苗占比逐年降低,分别为 20%、10%、0%。

价格:近年来政采苗价格稳中有升,市场苗价格下跌。预计 2023-2024 年政采苗单价分别为 0.7 元/ml、0.8 元/ml,2023-2025 年市场苗价格保持在 1.5 元/ml。假设 2023-2025 年口蹄疫疫苗整体毛利率维持在 60%

4.1.2 其他疫苗

禽苗:随着辽宁益康 7 条生产线通过新版 GMP 验收,禽苗的产销增长将更加稳定。我们假设 2023-2025 年禽苗营收分别增长 5%,毛利率保持稳定在 45%。

圆环疫苗(包含圆支二联苗):公司 2022 年新推出圆支二联苗,预计产品销量持续提升。我们预计 2023-2025 年圆环疫苗销量增速分别为 40%、35%、30%,毛利率逐年提升,分别为 65%、68%、70%。

非瘟疫苗(最终盈利预测中不包含此项):假设公司非瘟亚单位疫苗在 2024 年 H1 上市,保守估计首年市场渗透率 10%,公司市占率 20%,销售单价 10 元/头份。对应 7 亿头生猪存栏,每年 2 次免疫,贡献收入 2.8 亿元。假设毛利率 70%。

表15: 公司业绩预测(万元)

		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
猪苗	营业收入	164,702	77,249	118,467	138,392	112,695	147,810	172,131	198,618
	YOY	-9%	-53%	53%	17%	-19%	31%	16%	15%
	营业成本	38,408	22,988	38,651	43,918	45,392	57,097	64,053	71,348
	毛利率	77%	70%	67%	68%	60%	61%	63%	64%
禽苗	营业收入	20,493	29,808	38,566	28,186	19,938	20,935	21,982	23,081
	YOY	638%	45%	29%	-27%	-29%	5%	5%	5%
	营业成本	11,271	16,394	21,211	15,502	11,963	11,514	12,090	12,694
	毛利率	45%	45%	45%	45%	40%	45%	45%	45%
其他业务	营业收入	4,505	5,643	1,167	11,022	20,267	30,401	42,561	55,329
	YOY	-29%	25%	-79%	844%	84%	50%	40%	30%
	营业成本	2,521	3,118	838	8,280	11,145	19,544	27,362	35,571
	毛利率	44%	45%	28%	25%	45%	36%	36%	36%
合计 1 (不含非瘟疫苗)	营业收入	189,700	112,700	158,200	177,600	152,900	199,145	236,673	277,028
	YOY	0%	-41%	40%	12%	-14%	30%	19%	17%
	营业成本	52,200	42,500	60,700	67,700	68,500	88,156	103,505	119,613
	毛利率	72%	62%	62%	62%	55%	56%	56%	57%
	毛利润	137,500	70,200	97,500	109,900	84,400	110,990	133,168	157,415
	YOY	-9%	-49%	39%	13%	-23%	32%	20%	18%
非瘟疫苗	营业收入							42,000	100,800
	YOY								140%
	营业成本							10,500	27,216
	毛利率							75%	73%
合计 2 (含非瘟疫苗)	营业收入	189,700	112,700	158,200	177,600	152,900	199,145	278,673	377,828
	YOY	0%	-41%	40%	12%	-14%	30%	40%	36%

营业成本	52,200	42,500	60,700	67,700	68,500	88,156	114,005	146,829
毛利率	72%	62%	62%	62%	55%	56%	59%	61%
毛利润	137,500	70,200	97,500	109,900	84,400	110,990	164,668	230,999
YOY	-9%	-49%	39%	13%	-23%	32%	48%	40%

资料来源：Wind，申港证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们选取同行业内市值排名靠前的中牧股份、科前生物、普莱柯、瑞普生物、中联生物作为可比公司进行估值，考虑到公司疫苗新产品业绩增长空间较大，以及布局 mRNA 疫苗或引领行业发展方向，我们给予公司 2023 年 35 倍 PE。

表16：可比公司估值

代码	证券简称	最新收盘价（元）	总市值(亿元)	每股收益			市盈率 PE		
				22A	23E	24E	22A	23E	24E
600195.SH	中牧股份	13.25	135.30	0.54	0.64	0.79	21.57	20.58	16.70
688526.SH	科前生物	24.48	114.13	0.88	1.28	1.58	25.50	19.16	15.51
300119.SZ	瑞普生物	21.96	102.78	0.75	1.07	1.31	25.12	20.57	16.82
603566.SH	普莱柯	25.68	90.63		0.86	1.08	39.55	29.78	23.68
平均数		-	-	-	-	-	27.94	22.52	18.18
600201.SH	生物股份	10.30	115.40	0.19	0.35	0.42	54.21	29.72	24.35

资料来源：Wind，申港证券研究所

注：除生物股份外，其余公司盈利数据为 Wind 一致性预测值（截至 2023 年 4 月 24 日）

我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 3.9 亿元、4.7 亿元、6.7 亿元，同比变化 84%、22%、41%，EPS 分别为 0.35、0.42、0.6 元/股，对应 PE 分别为 30.7、25.2、17.8 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

表17：财务和估值数据摘要

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,776.32	1,528.67	1,991.45	2,366.73	2,770.28
增长率（%）	12.29%	-13.94%	30.27%	18.84%	17.05%
归母净利润（百万元）	382.29	210.68	388.24	473.82	668.69
增长率（%）	-5.89%	-44.89%	84.28%	22.04%	41.13%
净资产收益率（%）	7.25%	4.15%	6.69%	7.55%	9.63%
每股收益(元)	0.34	0.19	0.35	0.42	0.60
PE	31.32	56.05	30.73	25.18	17.84
PB	2.27	2.35	2.06	1.90	1.72

资料来源：Wind，申港证券研究所

5. 风险提示

下游养殖板块持续低迷的风险：动保产品销量受猪周期影响较大，随着口蹄疫产品逐渐市场化，若生猪价格反转弱于预期，影响公司下游养殖业的用药意愿，则公司产品的销量与价格将受影响。

行业竞争导致疫苗降价的风险：公司口蹄疫产品属于工艺和毒株均较为成熟的疫苗品类，当前市场竞争剧烈，若产品进一步降价将带来公司盈利能力下滑。

新产品上市进度不及预期风险：如若新产品非瘟疫苗上市受阻，则或将影响市场对公司的估值。

新品市场接受度低的风险：规模化养殖企业通常对新上市疫苗品种持谨慎态度，尤其是市面上首次获批的疫苗品类，此前国内没有非瘟疫苗上市的先例，若市场短期内难以接受该产品，则公司实际业绩或将低于预测。

盈利预测中假设偏离真实情况的风险：我们对公司未来业绩的预测主要基于公司疫苗销量增速、价格、毛利率三个方面的判断，其中口蹄疫产品对业绩的贡献较大。对于 2023 年业绩：

- ◆ 若口蹄疫疫苗销量增速较假设下降 1pct，则对应公司营收将下滑 955 万元（-0.48%），归母净利润将减少 189 万元（-0.49%）；
- ◆ 若口蹄疫疫苗市场苗价格较假设下降 1pct，则对应公司营收将下滑 941 万元（-0.47%），归母净利润将减少 187 万元（-0.48%）；
- ◆ 若主要产品口蹄疫市场苗毛利率较假设下降 1pct，则将对公司归母净利润下滑 870 万元（-2.24%）。

表18: 公司盈利预测表

利润表						资产负债表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1776	1529	1991	2367	2770	流动资产合计	2761	2681	6217	6826	7677
营业成本	677	685	882	1035	1196	货币资金	1334	1405	4581	4935	5460
营业税金及附加	25	22	29	34	40	应收账款	729	763	906	1077	1260
营业费用	367	294	279	308	360	其他应收款	38	49	63	75	88
管理费用	135	127	299	331	277	预付款项	10	10	13	15	17
研发费用	166	134	159	201	235	存货	318	333	429	504	582
财务费用	-40	-46	-59	-59	-59	其他流动资产	135	19	40	56	74
资产减值损失	-52	-77	0	0	0	非流动资产合计	3843	3709	2796	2774	2709
公允价值变动收益	-3	-5	-4	-4	-4	长期股权投资	268	267	0	0	0
投资净收益	6	-5	1	-2	-1	固定资产	1685	1642	1612	1586	1558
营业利润	415	255	425	539	743	无形资产	388	347	303	264	230
营业外收入	2	3	2	3	3	商誉	95	29	29	29	29
营业外支出	3	12	8	10	9	其他非流动资产	785	712	16	19	22
利润总额	413	246	420	532	737	资产总计	6604	6389	9013	9600	10387
所得税	24	45	51	82	101	流动负债合计	689	659	775	911	1063
净利润	389	200	369	450	635	短期借款	0	10	0	0	0
少数股东损益	7	-11	-19	-24	-33	应付账款	342	341	436	512	592
归属母公司净利润	382	211	388	474	669	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	906	706	491	602	802	一年内到期的非流动负债	1	1	0	0	0
EPS (元)	0.34	0.19	0.35	0.42	0.60	非流动负债合计	355	381	2181	2181	2181
主要财务比率						长期借款	0	0	1800	1800	1800
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	1044	1040	2956	3092	3244
营业收入增长	12.29%	-13.94%	30.27%	18.84%	17.05%	少数股东权益	288	277	258	234	201
营业利润增长	-13.21%	-38.48%	66.79%	26.73%	37.82%	实收资本 (或股本)	1126	1120	1120	1120	1120
归属于母公司净利润增长	-5.89%	-44.89%	84.28%	22.04%	41.13%	资本公积	893	834	834	834	834
获利能力						未分配利润	2903	2961	3290	3691	4257
毛利率(%)	61.88%	55.17%	55.73%	56.27%	56.82%	归属母公司股东权益合计	5272	5072	5799	6273	6942
净利率(%)	21.90%	13.09%	18.52%	19.02%	22.93%	负债和所有者权益	6604	6389	9013	9600	10387
总资产净利润(%)	5.79%	3.30%	4.31%	4.94%	6.44%	现金流量表					
ROE(%)	7.25%	4.15%	6.69%	7.55%	9.63%	单位:百万元					
偿债能力							2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资产负债率(%)	16%	16%	33%	32%	31%	经营活动现金流	533	345	272	367	542
流动比率	4.01	4.07	8.02	7.49	7.22	净利润	389	200	369	450	635
速动比率	3.54	3.56	7.47	6.94	6.67	折旧摊销	191	199	125	122	118
营运能力						财务费用	-40	-46	-59	-59	-59
总资产周转率	0.28	0.24	0.26	0.25	0.28	应付帐款减少	-123	-34	-143	-171	-184
应收账款周转率	3	2	2	2	2	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应付账款周转率	5.29	4.47	5.12	4.99	5.02	投资活动现金流	-548	177	716	-72	-76
每股指标 (元)						公允价值变动收益	-3	-5	-4	-4	-4
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.19	0.35	0.42	0.60	长期股权投资减少	-2	1	267	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	-0.12	0.07	2.83	0.32	0.47	投资收益	6	-5	1	-2	-1
每股净资产(最新摊薄)	4.68	4.53	5.18	5.60	6.20	筹资活动现金流	-123	-437	2188	59	59
估值比率						应付债券增加	0	0	0	0	0
P/E	31.32	56.05	30.73	25.18	17.84	长期借款增加	0	0	1800	0	0
P/B	2.27	2.35	2.06	1.90	1.72	普通股增加	0	-6	0	0	0
EV/EBITDA	11.77	14.93	18.63	14.61	10.31	资本公积增加	7	-59	0	0	0
						现金净增加额	-138	84	3176	354	525

资料来源: Wind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

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和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上