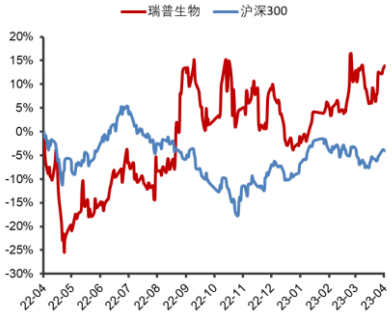
缔造禽用疫苗领导品牌，宠物药品布局渐入佳境

投资评级：买入（首次）

报告日期： 2023-04-10

收盘价（元）	21.65
近 12 个月最高/最低（元）	22.85/14.22
总股本（百万股）	468
流通股本（百万股）	323
流通股比例（%）	69.03
总市值（亿元）	101
流通市值（亿元）	70

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003
邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

无。

主要观点：

- **瑞普生物：畜禽药品行业龙头企业**

公司成立于 1998 年，经过二十多年发展，已成为中国规模最大、产品种类最全的兽药企业之一。公司主营业务由兽用生物制品和原料药及制剂两部分组成。2022 年，公司兽用生物制品收入 10.31 亿元，同比下降 4.8%，占总营收 49.5%，其中禽用疫苗、畜用疫苗分别占比 42.97%、6.22%，公司通过持续不断的技术升级，目前拥有业界领先的畜禽用系列市场化基因工程疫苗和多联多价疫苗，基本覆盖畜禽养殖业所面对的主要动物疫病。2022 年，公司原料药与制剂业务收入 10.18 亿元，同比增长 10.5%，占总营收 48.9%。

- **畜禽产品矩阵全面，拳头产品优势明显**

公司禽类产品种类丰富，公司拥有系列拳头产品包括重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗、H9 亚型禽流感疫苗产品线系列，2012-2022 年，公司禽用疫苗收入从 2.41 亿元增长至 8.96 亿元，复合年增长率 14%。2023 年，公司在家禽板块将推出新支二联活疫苗 LaSota+LDT3，鼻支二联灭活疫苗等新产品，未来有望持续贡献业绩增量。

公司积极布局家畜业务，不断完善产品矩阵，通过为客户提供全养殖周期的健康管理方案和差异化服务，显著提升集团客户粘性。2022 年公司蓝耳疫苗营收 2,486 万，同比增长 59.4%；2023 年，公司将推出猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗、猪圆环病毒亚单位灭活疫苗等新产品，进一步提升畜用疫苗产品的竞争力。

- **龙翔升级工程基本完成，原料药产能即将释放**

龙翔药业为公司原料药生产基地，公司基于对龙翔药业兽用原料药产能扩大及未来快速发展的信心，以自有资金 5,623.85 万元增持龙翔药业 17.77%股份，增持完成后，公司持有龙翔药业股权比例 81.57%，进一步提升了公司“原料药+制剂”一体化竞争优势。2023 年，原料药产能将完全释放，公司推出孟布酮、头孢噻呋、头孢噻呋钠、吡丙醚等重点新产品，结合已有 6 种产品打造全新产品矩阵，提高市场竞争力。

- **积极布局宠物赛道，“三瑞齐发”打造渠道护城河**

公司宠物药品已覆盖麻醉、皮肤病、消炎等多领域，2022 年取得“克林霉素磷酸酯颗粒”、“伊维菌素吡喹酮咀嚼片”及“非泼罗尼吡丙醚滴剂”三款新兽药注册证书，2022 年 7 月推出宠物体内外同驱的驱虫药“莫普欣”，短时间内成为“千万级爆品”，助推公司其他宠物产品销售；2023 年，公司将推出猫三联灭活疫苗、非泼罗尼吡丙醚滴剂、右美托咪定注射液等新产品。渠道方面，公司坚持“三瑞齐发”的战略布局，充分结合宠物医生和宠物主的治疗需求，通过经销商、瑞派宠物医院、中瑞供应链等渠道构建的完整产业链生态，持续增加触达终端客户的广度和深度。

- **投资建议**

我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 24.32 亿元、28.03 亿元、

32.16 亿元，同比增长 16.7%、15.2%、14.7%，对应归母净利润 4.66 亿元、6.03 亿元、7.46 亿元，同比增速为 34.4%、29.5%、23.7%，对应 EPS 分别为 1.00 元、1.29 元、1.59 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

疫苗政策变化；动物疫病；产品研发风险。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2084	2432	2803	3216
收入同比（%）	3.8%	16.7%	15.2%	14.7%
归属母公司净利润	347	466	603	746
净利润同比（%）	-16.0%	34.4%	29.5%	23.7%
毛利率（%）	48.4%	50.6%	51.2%	51.2%
ROE（%）	8.2%	9.9%	11.4%	12.4%
每股收益（元）	0.75	1.00	1.29	1.59
P/E	24.85	21.74	16.79	13.58
P/B	2.06	2.16	1.92	1.68
EV/EBITDA	18.60	15.45	11.86	9.29

资料来源： wind，华安证券研究所

正文目录

1 多角度综合布局，着力打造行业领军企业 7

1.1 瑞普生物：综合性高新技术兽药企业 7
1.2 高层集中持股，股权结构稳定 8
1.3 短期业务承压，盈利逐步修复 9

2 板块景气度回暖，行业高速发展 11

2.1 行业概述：疫病推动行业发展 11
2.2 发展现状：防疫意识加强，行业稳定发展 15
2.3 竞争格局：国内市场较分散，行业集中度有望加强 16
2.4 推动力：多重因素加持，市场前景广阔 17
2.4.1 静待畜禽价格反转 17
2.4.2 政采苗逐步退出历史舞台，“品质为王”时代正在到来 19
2.4.3 环保政策的出台，间接推动行业发展 20
2.4.4 禁抗工作稳步推进，替抗产品迎来春天 21
2.4.5 宠物市场规模不断扩大，未来可期 22

3 研产销三位一体，构建核心优势壁垒 27

3.1 始终坚持以客户为中心，致力建设国际一流生物企业 27
3.2 研发创新为基础，持续推动企业发展 28
3.2.1 科技创新为先导，不断加大研发支出 28
3.2.2 加强校企联合，研发平台完备 28
3.2.3 团队能力突出，人才优势显著 29
3.2.4 研发能力卓越，核心技术壁垒高筑 30
3.2.5 投入已见回报，成果步入兑现期 33
3.3 产品矩阵全面，质量有所保障 38
3.3.1 积极完善产品结构，拳头产品初露锋芒 38
3.3.2 严格把控质量标准，提升产品竞争力 43
3.4 营销网络覆盖范围广泛，多种模式加大拓展力度 44
3.4.1 销售体系成熟，区域均衡发展 44
3.4.2 积极推动渠道拓展，全面提升技术服务 46

4 盈利预测、估值及投资评级 47

4.1 盈利预测 47
4.2 投资建议 49

风险提示： 49

财务报表与盈利预测 50

图表目录

图表 1 公司发展历程.....7
图表 2 公司重点产品.....8
图表 3 公司股权结构.....9
图表 4 2007-2022 年公司主营收入及增速（亿元，%）.....10
图表 5 2007-2022 年公司归母净利润及增速（亿元，%）.....10
图表 6 2022 年公司主营业务收入占比（%）.....10
图表 7 2012-2022 年公司主营业务收入及占比（亿元，%）.....10
图表 8 2007-2022 年公司毛利润、净利润、毛利率、净利率变化情况（亿元，%）.....11
图表 9 1997 年至今我国主要动物疫病发生情况.....12
图表 10 我国猪、鸡疫病主要发生情况.....12
图表 11 我国兽药行业发展阶段.....14
图表 12 动保产品分类.....14
图表 13 2016-2020 中国兽药行业市场规模（亿元）.....15
图表 14 2020 年兽药行业各细分品类市场份额（%）.....15
图表 15 2016-2022 中国兽用生物制品销售额预测（亿元）.....16
图表 16 2020 年生物制品细分品类市场份额（%）.....16
图表 17 2020 年国内兽用化药原料药产品结构（%）.....16
图表 18 2020 年国内兽用化药制剂产业结构（%）.....16
图表 19 2019 年全球前五大动保企业市占率（%）.....17
图表 20 2020 年中国兽药行业竞争格局（%）.....17
图表 21 2020 年不同规模生药企业数量占比（%）.....17
图表 22 2020 年不同规模生物制品企业营收及占比（亿元，%）.....17
图表 23 口蹄疫疫苗批签发次数.....18
图表 24 圆环疫苗批签发次数.....18
图表 25 猪瘟疫苗批签发次数.....18
图表 26 高致病性猪蓝耳疫苗批签发次数.....18
图表 27 白羽肉鸡祖代更新量对照图.....19
图表 28 白羽肉鸡父母代鸡苗销量对照图，万套.....19
图表 29 黄羽全国在产父母代种鸡存栏量，万套.....19
图表 30 黄羽全国父母代鸡苗销量，万套.....19
图表 31 “市场苗”导向政策.....20
图表 32 畜禽养殖相关环保政策.....21
图表 33 生猪养殖防疫费用(元/头).....21
图表 34 促生长类激素使用量（吨）.....22
图表 35 滥用抗生素的影响.....22
图表 36 “限抗”、“禁抗”相关政策.....22
图表 37 2021 年中国城镇居民养宠类型（%）.....23
图表 38 2017-2021 我国宠物犬猫数量（万只）.....23
图表 39 2016-2021 我国宠物市场规模（亿元）.....23

图表 40 2022 年 3 月全球宠物市场份额占比（%）.....23
图表 41 2021 各国户均养宠数量对比（只）.....24
图表 42 2019 部分国家宠物渗透率（%）.....24
图表 43 2021 中国宠物行业消费结构（%）.....24
图表 44 2019-2021 年中国宠物药品市场规模（亿元）.....24
图表 45 宠物药分类.....25
图表 46 2021 年中国宠物消费渗透率情况（%）.....25
图表 47 2021 年中国宠物医院各类药品销售额占比（%）.....26
图表 48 2021 年 4 月淘宝宠物驱虫药销售量(万个）.....26
图表 49 2021 年 4 月淘宝宠物驱虫药销售额（万元）.....26
图表 50 2021 年 4 月淘宝宠物药品销售额 TOP10 所属国家.....26
图表 51 2021 年我国宠物疫苗市场渗透率（%）.....27
图表 52 2021 年宠物犬猫接种疫苗类型占比（%）.....27
图表 53 公司及可比公司研发支出（万元）.....28
图表 54 公司部分产学研合作单位.....29
图表 55 公司创新平台.....29
图表 56 2021 年公司与可比公司研发人员占比（%）.....30
图表 57 2012-2022 年公司研发人员数量及占比（人，%）.....30
图表 58 公司股权激励计划.....30
图表 59 我国新兽药证书类别.....31
图表 60 2018-2021 年公司与可比公司新兽药证书数量.....31
图表 61 公司新兽药证书类别分布（截止 2022 年）.....31
图表 62 2021-2022 年公司新增新兽药注册证书.....32
图表 63 生物制品研究院核心技术.....32
图表 64 药物研究院核心技术.....33
图表 65 2022 年公司新上市产品列表.....33
图表 66 2022 年公司主要研发项目进度表.....34
图表 67 公司禽类重点产品.....38
图表 68 2012-2022 年公司禽用疫苗收入及毛利（亿元）.....39
图表 69 2012-2022 年公司禽用疫苗销量.....39
图表 70 2021 年各公司重组三价灭活苗批签发数量（批）.....39
图表 71 2021 年公司重组三价灭活苗批签发占比 (%).....39
图表 72 禽流感重组三价灭活苗区别及获批企业.....40
图表 73 公司畜用重点产品.....40
图表 74 2012-2022 年公司畜用疫苗收入（亿元）.....41
图表 75 2012-2022 年公司畜用疫苗销量.....41
图表 76 公司宠物类产品.....41
图表 77 莫普欣简介.....42
图表 78 公司宠物领域生态圈.....43
图表 79 公司质量管理体系.....44
图表 80 公司营销网络分布.....45
图表 81 2022 年公司各区域收入占比（%）.....45
图表 82 2016-2022 年公司海外收入（亿元）.....45
图表 83 2022 年公司各销售模式概况.....46

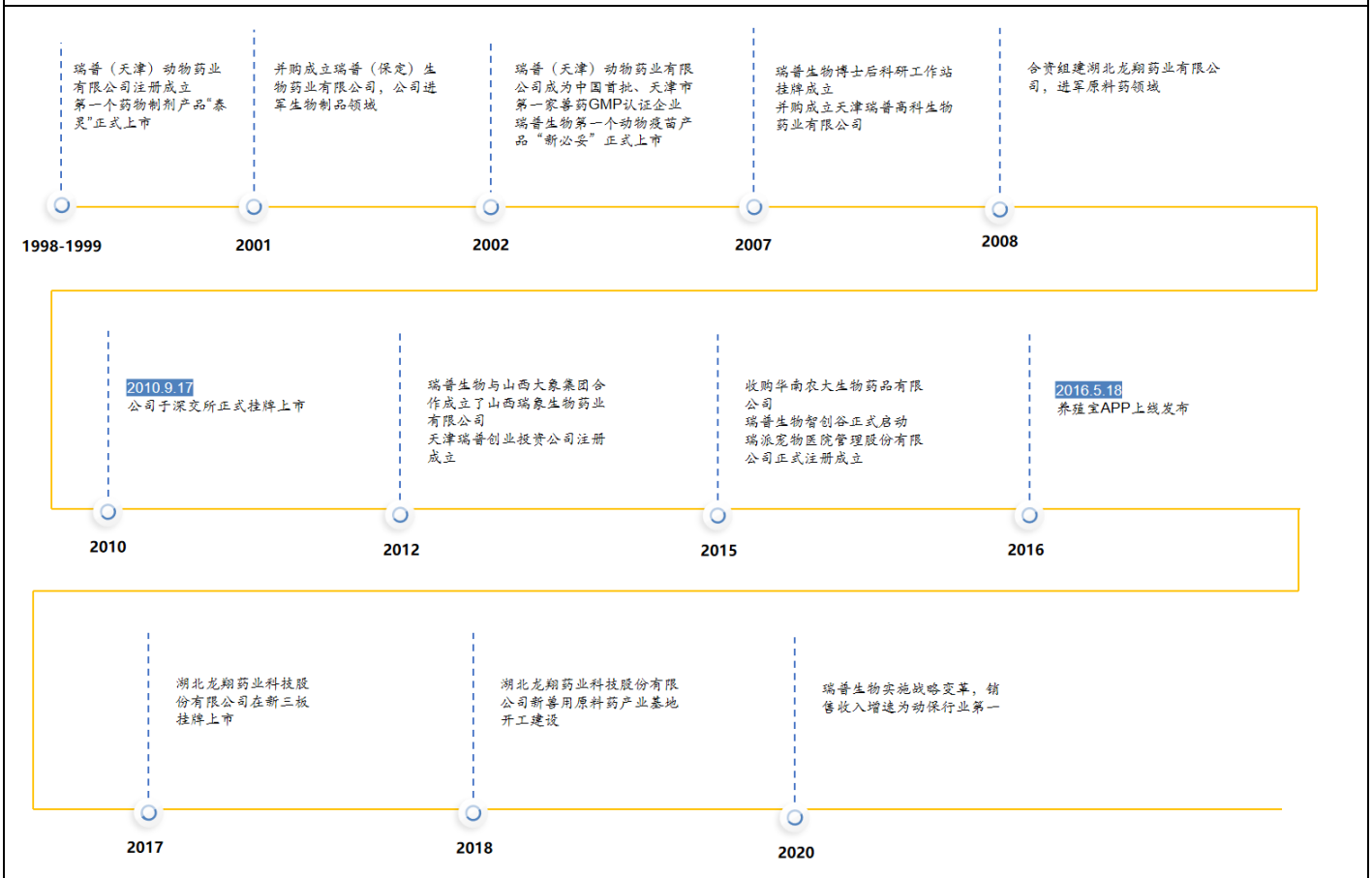
图表 84 2022 年公司各销售模式收入占比（%）.....46
图表 85 公司部分大客户.....46
图表 86 公司销售模式.....47
图表 87 公司收入成本预测表（单位：百万元、%）.....48

1 多角度综合布局，着力打造行业领军企业

1.1 瑞普生物：综合性高新技术兽药企业

公司于 1998 年成立，同年推出了第一款宠物药品“泰灵”。2001 年，公司通过并购成立瑞普（保定）生物药业有限公司，标志着公司正式进军生物制品领域。2008 年，公司通过合资组建湖北龙翔药业，开始涉猎原料药领域，形成原料药、药物制剂、生物制品的全产业链布局。2010 年公司于深交所正式挂牌上市。2015 年，公司通过收购华南农大生物药品有限公司进一步提升公司研发能力。同年，瑞派宠物医院管理股份有限公司的成立，进一步完善公司上下游产业链布局。2020 年，公司销售收入增速跃至动保行业第一。多年来公司不断通过并购合作等方式扩大产业布局，不断提高企业影响力。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

经过二十多年的发展，公司已成为中国规模最大、产品种类最全的兽药企业之一。作为国家重大动物疫病防控疫苗生产企业，公司已拥有生产线 84 条、10 个兽药 GMP 生产基地、兽药产品批准文号逾 500 个，涉及猪、鸡、水禽、牛、羊和宠物用药品、疫苗、消毒剂、清洗剂和功能性添加剂等众多品类。公司主要业务领域

为兽用原料药、药物制剂（化学药品、中兽药、消毒剂等）、兽用生物制品、兽用功能性添加剂的研发、生产、销售及动物疫病整体防治解决方案的提供。

图表 2 公司重点产品

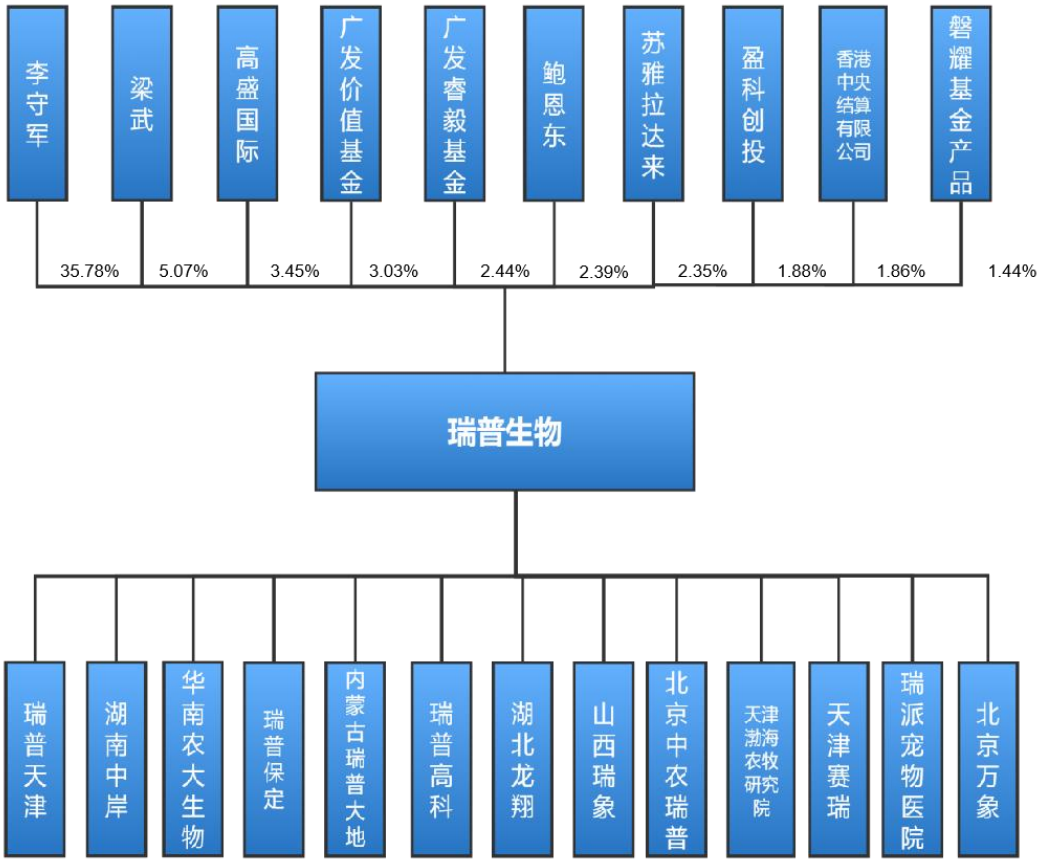
产品类别		主要产品	主要用途
生物制品	禽用	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗；重组新城疫病毒（A-VII）、禽流感病毒（H9 亚型）二联灭活疫苗；鸡传染性喉气管炎重组鸡痘病毒基因工程疫苗；鸡新城疫、传染性支气管炎二联耐热保护剂活疫苗；鸡马立克氏病二价活疫苗；鸡传染性鼻炎灭活疫苗；鸡新城疫、传染性法氏囊病二联灭活疫苗；鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感（H9 亚型）三联灭活疫苗；转移因子口服溶液等。 水禽用重点生物制品包括鸭坦布苏病毒病灭活疫苗；鸭传染性浆膜炎灭活疫苗；鸭瘟 活疫苗；小鹅瘟病毒卵黄抗体；I 型鸭肝炎病毒卵黄抗体等。	用于预防鸡禽流感、鸡新城疫、传染性法氏囊病、传染性支气管炎、鸡痘、鸡传染性喉气管炎、鸡马立克氏病以及水禽疫病，如鸭坦布苏病毒病、小鹅瘟、鸭瘟、鸭传染性浆膜炎等。
	畜用	猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗；猪圆环病毒 2 型灭活疫苗；猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联灭活疫苗；猪支原体肺炎灭活疫苗；猪细小病毒病灭活疫苗；猪瘟活疫苗；猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗；猪繁殖与呼吸综合征活疫苗；猪伪狂犬病活疫苗；猪乙型脑炎活疫苗；猪丹毒活疫苗等。	用于预防猪链球菌、副猪嗜血杆菌、猪圆环病毒 2 型感染、流行性腹泻、猪喘气病、猪细小病毒、猪瘟、猪蓝耳病、猪伪狂犬病、猪乙型脑炎、猪丹毒等疾病。
	宠物	宠物狂犬病灭活疫苗、重组犬-α干扰素等。	预防狂犬病，干扰素用于预防和治疗宠物病毒性疾病。
化药与中药	禽用	防治家禽细菌、支原体、球虫等病原体感染的重点产品包括复方阿莫西林可溶性粉、氟苯尼考可溶性粉、癸氧喹酯干混悬剂、复方磺胺嘧啶混悬液等，家禽疾病预防、减抗替抗的重点产品有清热止咳口服液、双黄连口服液、麻杏石甘口服液、黄花白莲颗粒、黄芪多糖注射液等。	用于预防和治疗家禽疾病。
	畜用	防治家畜细菌、支原体等微生物感染的重点产品有氟苯尼考、替米考星肠溶颗粒、盐酸沃尼妙林、头孢噻呋、多西环素等。	用于预防和治疗家畜疾病。
	宠物	犬猫吸入麻醉剂异氟烷和七氟烷，注射用硫酸头孢喹肟、头孢噻呋、恩诺沙星注射液、氨苄西林钠、芬苯达唑片、美洛昔康、犬猫心脏病药物盐酸贝那普利咀嚼片等。	用于预防和治疗宠物疾病、驱虫。
添加剂类		畜通用复合预混合饲料、猪用复合预混合饲料、通用维生素预混合饲料、蛋鸡用维生素预混合饲料等、犬猫关节营养保健片、微生态、美毛膏等。	用于调节动物的生理机能、补充营养。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 高层集中持股，股权结构稳定

截止至 2022 年 12 月 31 日，公司实际控制人为董事长李守军先生，其持有公司 35.78%的股权。公司旗下控股子公司业务覆盖公司五大产业集群，相互协同，共同发展。

图表 3 公司股权结构

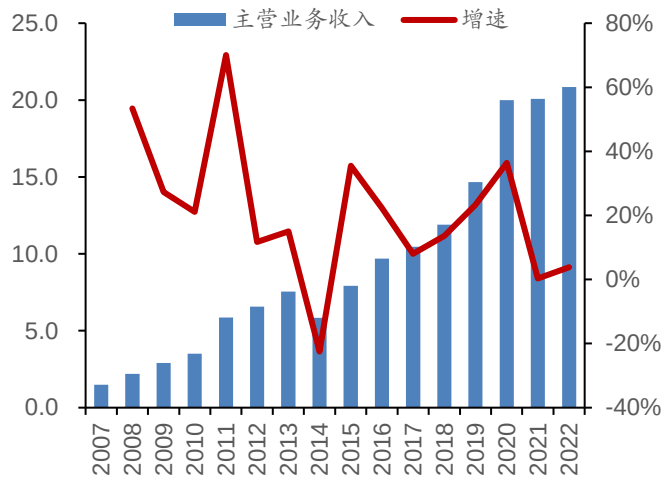


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

1.3 短期业务承压，盈利逐步修复

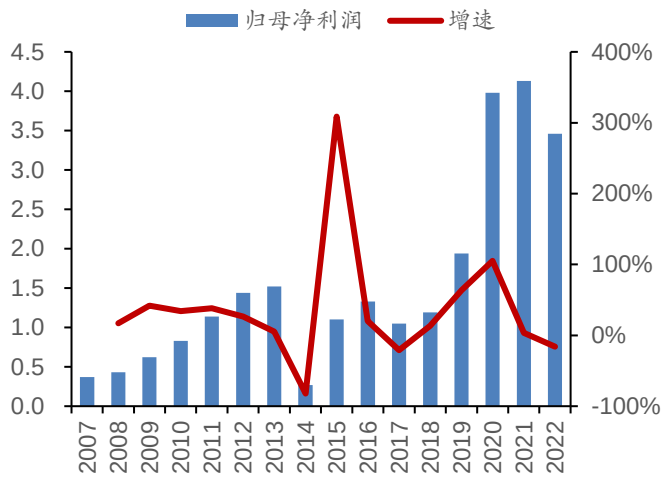
业务短期承压，总体趋势向好。2007-2022 年，公司营收始终保持稳步增长，从 1.5 亿元增长至 20.84 亿元，年复合增速 19.2%；归母净利润从 0.4 亿元增长至 3.47 亿元，年复合增速 15.5%。2021、2022 年公司营收增速相较往年有所下降，主要由于下游养殖业整体低迷。

图表 4 2007-2022 年公司主营收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 5 2007-2022 年公司归母净利润及增速（亿元，%）

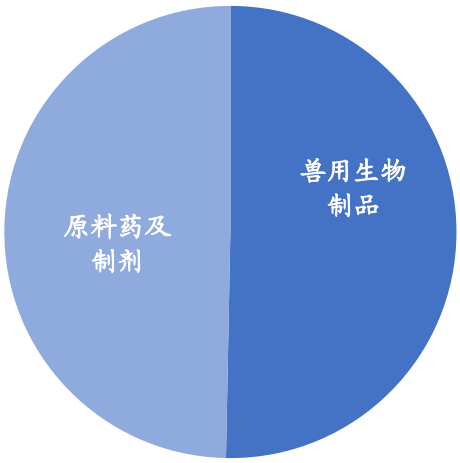


资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

分产品看，公司主营业务由兽用生物制品和原料药及制剂两部分组成。

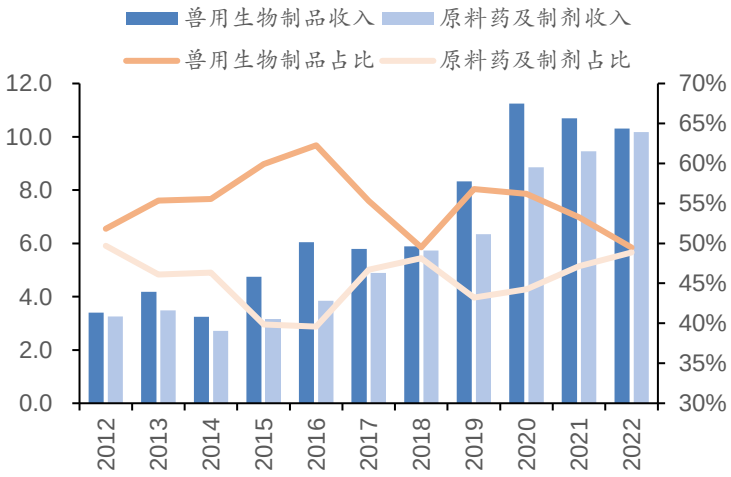
2022 年，公司兽用生物制品收入 10.31 亿元，同比下降 4.8%，占总营收的 49.5%，其中禽用疫苗、畜用疫苗分别占比 42.97%、6.22%。公司通过持续不断的技术升级，目前拥有业界领先的畜禽用系列市场化基因工程疫苗和多联多价疫苗，基本覆盖了畜禽养殖业所面对的主要动物疫病。2022 年，公司原料药与制剂业务收入 10.18 亿元，同比增长 10.5%，占总收入比重 48.9%，其中，禽用药、畜用药、原料药收入占比分别约为 47%、25%、23%，宠物药品收入 4500 万元左右，同比增长近 150%。

图表 6 2022 年公司主营业务收入占比（%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 2012-2022 年公司主营业务收入及占比（亿元，%）

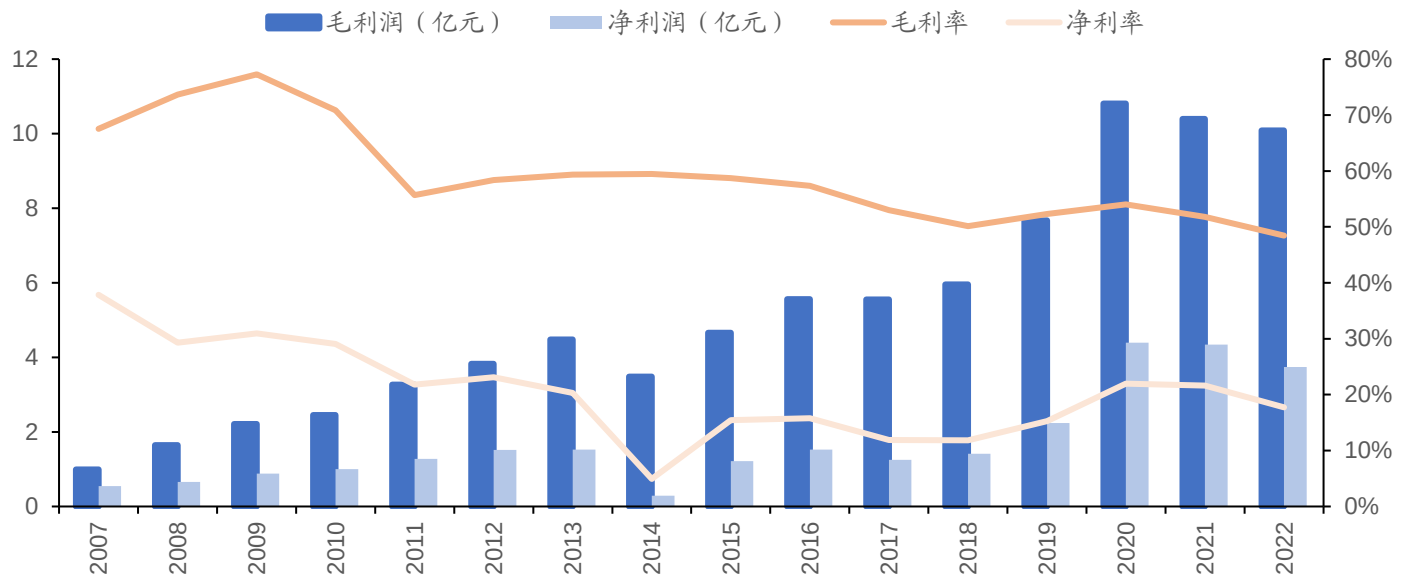


资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

盈利能力方面，2007-2022 年，公司整体毛利率水平稳定在 50%左右。2022 年，公司毛利率水平略有下降，主要因为下游养殖行业整体低位运行。动保行业与下游养殖

行业景气度密切相关，因而导致公司利润空间受到压缩。随着各地经济逐步复苏，畜禽消费端需求增加，公司整体盈利空间有望迎来提振。

图表 8 2007-2022 年公司毛利润、净利润、毛利率、净利率变化情况（亿元，%）



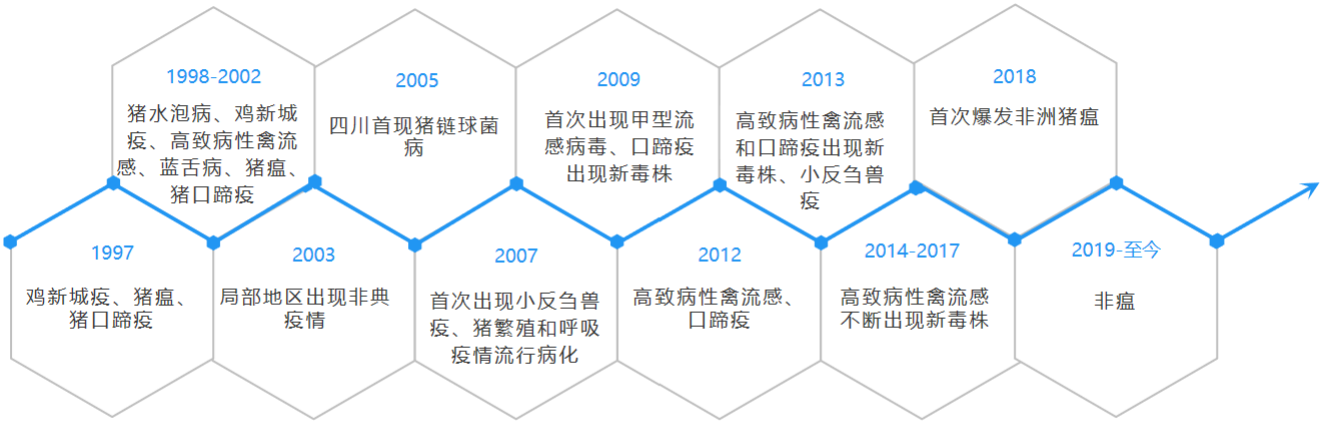
资料来源：wind，华安证券研究所

2 板块景气度回暖，行业高速发展

2.1 行业概述：疫病推动行业发展

随着生活水平的提高，人们对肉制品需求的节节攀升，进而造成养殖密度激增。2019 年，中国的畜禽养殖密度已经是全球平均养殖密度的 2.4 倍，高密度养殖对养殖厂提出更高的要求，使得养殖厂的疫病风险不断提高。自 1997 年以来，我国动物疫病一直处于频发状态，大规模的疫病爆发造成了严重的经济损失，部分人畜共患病甚至会直接影响到人类的健康。

图表 9 1997 年至今我国主要动物疫病发生情况



资料来源：华安证券研究所整理

我国畜禽疫病的流行趋势特点为：①疫病种类越来越多，复杂程度不断加剧。包括病毒病、细菌病、消化道及呼吸道疾病、繁殖障碍疾病、多重感染、继发感染等。②病原的多重感染日益普遍，出现病毒的多重感染、细菌的多重感染、病毒+细菌的多重感染、病毒+细菌+寄生虫的多重感染等。

图表 10 我国猪、鸡疫病主要发生情况

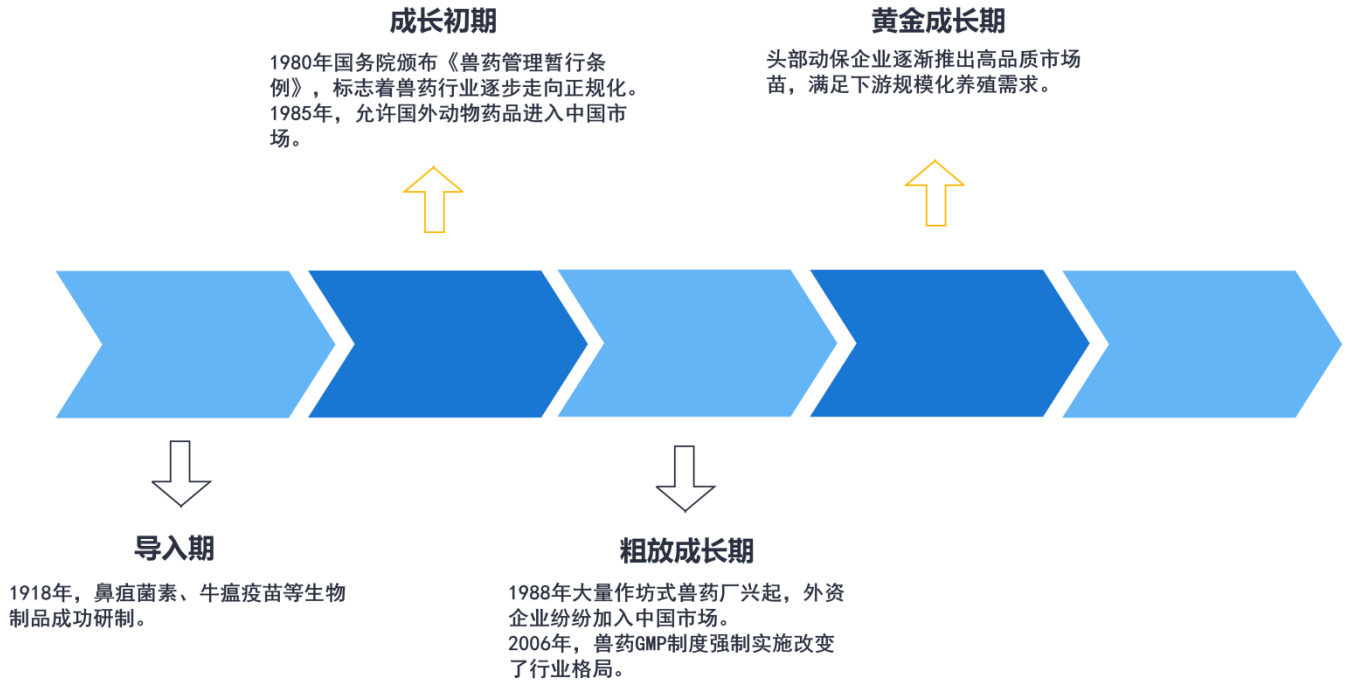
	疫病	流行毒株（或细菌）	流行趋势研判
猪	非洲猪瘟	以 Georgia 2007 株为主，同时还有黑龙江野 猪流行毒株、广州贵港毒株、湖北 ASFV 自然变异毒株、基因 II 型自然变异毒株等；	全国报道共 18 起，主要集中在四川、甘肃、重庆等地，没有大规模的爆发，部分猪场的感染猪呈现不同于 2018-2019 年度的临床表现；部分自然变异毒株致病力明显降低，但仍有明显的残毒能力，且具有极强的水平传播能力，感染猪病症不易发现，未来很可能在田间猪群中广泛传播，造成持续感染、慢性病程甚至大面积死亡；
	猪繁殖与呼吸综合征(蓝耳病）	以类 NADC30 毒株为主，也有类 NADC34 毒株，主要来源于美国的引种事件；GM2、QYYZ 和 HP-PRRSV 毒株也是我国的优势毒株， GM2、QYYZ 主要来源于中国台湾地区；	2020 年猪蓝耳病呈平稳态势，以散发性临床疫情为主，无严重疫情发生。但部分养殖企业因购进不同来源种猪和仔猪进行混群饲养，导致不同蓝耳病毒亚型混在一起，造成蓝耳综合征不稳定，临床表现以母猪的散发性流产、产死胎和弱仔增多等 繁殖障碍和保育猪的呼吸道疾病为主；
	伪狂犬	目前仍然以 G2 基因型变异毒株为主，部分野毒株；	2020 年猪伪狂犬病整体平稳，无流行疫情；但抗体监测数据显示，伪狂犬的 gE 抗体阳性率为 23%，病原的检出率为 3.08%，意味着伪狂犬病毒的感染率呈增加的趋势，种猪群带毒仍是主要问题
	猪流行性腹	新型冠状病毒、轮状病毒和传染	冬春以来，部分地区仔猪流行性腹泻多发，在对湖北、

	泻	性肠胃炎病毒;	江苏、重庆、广东、河南等 9 省腹泻阳性样品的检测结果发现，流行性腹泻占比 50.86%；但疫情平稳，危害程度比以往有所减轻;
	猪瘟	猪瘟病毒;	2020 年猪口蹄疫总体平稳，部分地区出现局部流行和临床疫情;
	圆环	以 PCV2 感染为主;	非瘟导致猪场接种疫苗较少，2020 年 PCV2 检测率飙升，PCV2 核酸检测阳性率为 44.2%，目前没有引起广泛的大面积疫病流行，发病率不高，但后续可能发生大面积流行;
	细菌性疾病	猪链球菌、副猪嗜血杆菌、巴氏杆菌、波氏杆菌、胸膜肺炎放线杆菌等，其中猪链球菌和副猪嗜血杆菌为多发疾病;	2020 年细菌性疾病以继发性感染以及与其他病原混合感染为主；部分地区猪传染性胸膜肺炎的临床发病有上升趋势;
	禽流感	H9N2 H5N8 H7N8	低致病性禽流感 H9N2 依然是近年最常见、最多发疫病，发病后多会继发其他病毒病、细菌病，易与其他疾病混淆导致误诊; 国内 H5 亚型禽流感仍以 H5N6 分支的毒株为主，分布范围最广；零星爆发的 H5N8 亚型高致病性禽流感，未来 可能会对我国禽流感防控带来较大的压力; H7 亚型禽流感中 H7N9 毒株分离比例占比最高;2020 年 H7 亚型变异较为明显，野禽感染的 H7N8 病例较多;
鸡	传染性支气管炎	IBV 病毒	传染性支气管炎(IBV)发病近年来也有增加趋势，可能与环境中存在多个临床亚型有关，且临床上病毒重组后更难防控;
	腺病毒	I 型腺病毒	I 型腺病毒全年检测情况均处于较高水平，心包积液综合征发病仍然较为普遍;
	传染性喉气管炎	传染性喉气管炎病毒	目前传染性喉气管炎(AILT)跟踪检测结果显示主要是区域性发展，但是有扩散趋势;
	滑囊液支原体	鸡滑液囊支原体（MS）	支原体 MS 在肉种鸡、育成蛋鸡、肉食鸡等品种均有感染发病，养殖密集区域尤为明显；2020 年秋冬以来发病 迹象明显增加;
	传染性鼻炎	流行毒株以 A 型、B 型为主	近年来传染性鼻炎严重进入易感季节，受凉与疫苗 效果差是发病最大因素；目前有 A、B、C 三种血清;

资料来源：华安证券研究所整理

在疫病频发的背景下，动保行业应运而生。我国的动保行业起步较晚，主要可分为四个时期。1918-1979 年，随着鼻疽菌素、牛瘟血清等生物制品的成功研制，标志着我国兽药行业正式进入导入期；1980-1987 年进入成长初期，兽药行业逐步走向正规化；1988-2011 年间大量的作坊式兽药厂的兴起使得行业进入粗放成长期；2012 年，行业正式进入黄金成长期。

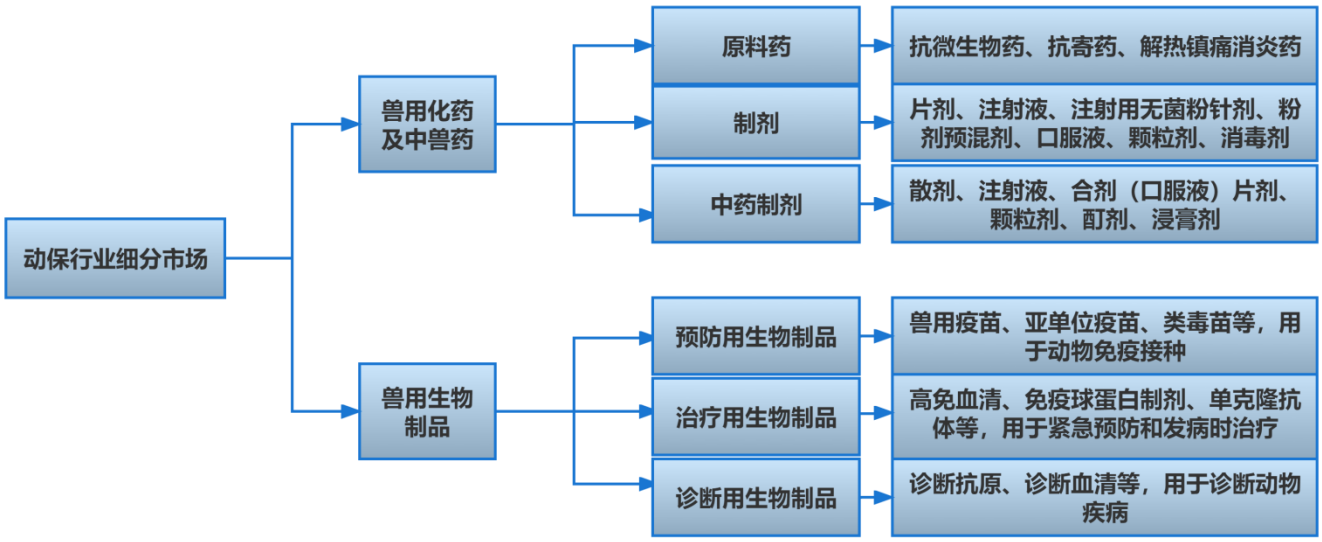
图表 11 我国兽药行业发展阶段



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

我国动保产品主要分为兽用生物制品和兽用化药及中兽药。兽用生物制品是指根据免疫学原理，利用微生物、寄生虫及其代谢产物或免疫应答产物制备的物质，具有相关疾病的诊断、预防及治疗的作用，例如疫苗、抗血清等被统称为兽用生物制品。兽用化药根据其不同的临床用途可以分为抗菌药物、抗病毒药物、抗寄生虫药物、动物生长促进剂以及其他用途。中兽药则是将中医药理论应用于动物身上，目前中兽药的主要需求在三个部分，分别是抗菌，驱虫，促生长。

图表 12 动保产品分类



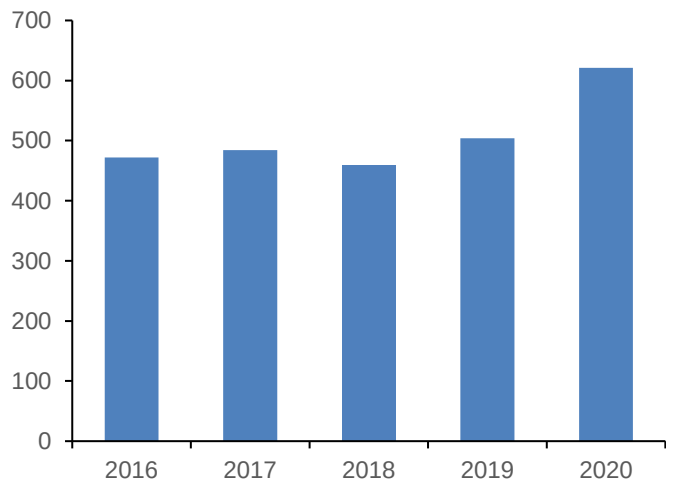
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

2.2 发展现状：防疫意识加强，行业稳定发展

与发达国家通过“监测+扑杀”为疫病防控的主要手段不同，我国的养殖业密度较高，一旦发生疫情将呈现爆发式传染，使得养殖户遭受断崖式损失。同时扑杀模式所带来的高昂的资金补偿以及随之而来的产能不足等问题都难以解决。因此，我国的动物疫病防控政策主要采用“预防为主、扑杀为辅”的原则，把预防摆在更核心的位置，也将进一步促进动保行业的发展。

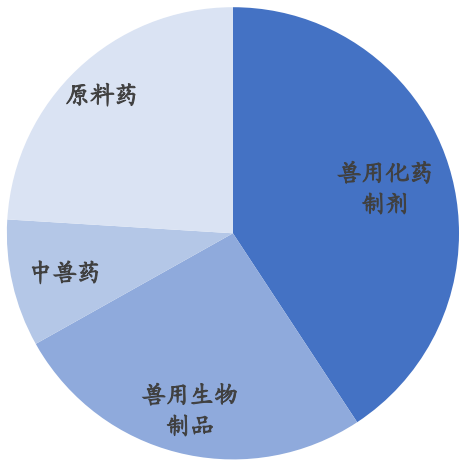
我国是畜牧业大国，养殖经济动物的群体数量庞大，对兽药的需求旺盛。根据中国兽药协会数据显示，2016-2020 年间我国兽药产品销售规模由 472.3 亿元增长至 621 亿元，年复合增长率可达 5.6%。其中，除 2018 年受非瘟疫情影响，下游养殖业存栏量收缩，导致市场规模略有下降以外，其余各年均实现不同程度的增长。

图表 13 2016-2020 中国兽药行业市场规模（亿元）



资料来源：中国兽药协会，中商产业研究院，华安证券研究所

图表 14 2020 年兽药行业各细分品类市场份额（%）

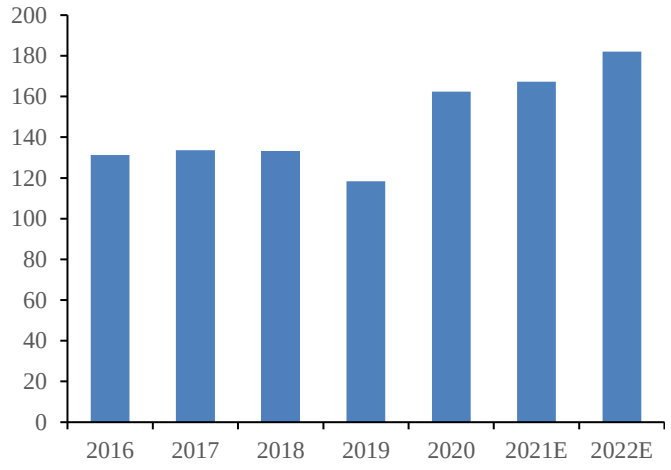


资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

兽用生物制品整体快速发展。2016-2020 年间，兽用生物制品销售额从 131.1 亿元上升至 162.4 亿元，年复合增速可达 4.4%，中商产业研究院预测，2022 年我国全行业实现兽用生物制品销售额可达 182 亿元。

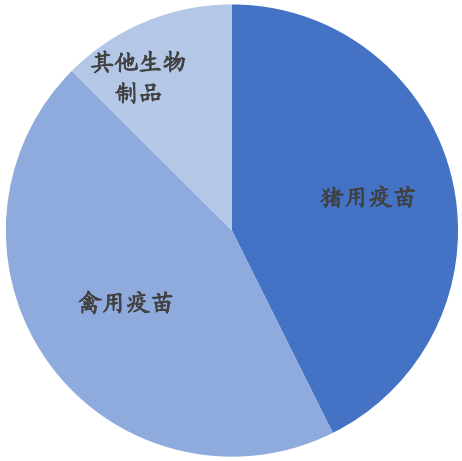
细分来看，2020 年兽用生物制品销售总额主要由禽用和是猪用生物制品组成，占八成以上。其中，禽用生物制品的销售总额可达 72.8 亿元，占总销售额的 44.8%。猪用生物制品销售规模可达 69.2 亿元，占总销售额的 42.6%。

图表 15 2016-2022 中国兽用生物制品销售额预测（亿元）



资料来源：中国兽药协会，中商产业研究院，华安证券研究所

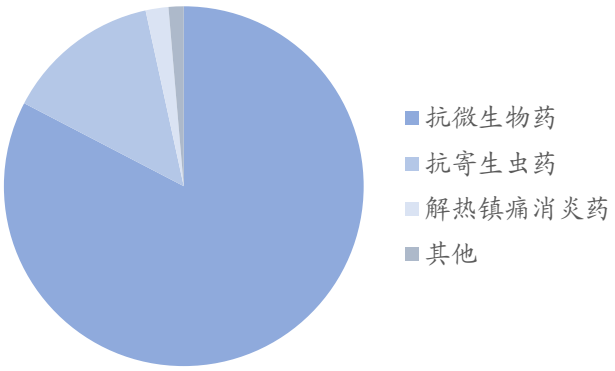
图表 16 2020 年生物制品细分品类市场份额（%）



资料来源：中国兽药协会，中商产业研究院，华安证券研究所

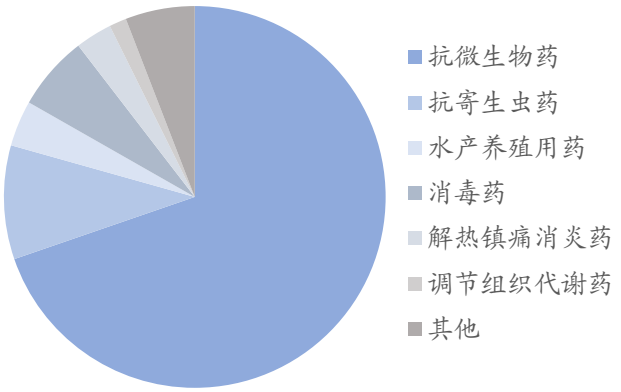
我国兽用化药市场中，抗微生物药为最大品类。根据销售额数据对兽用化药原料药、制剂产品进行拆分，结果显示抗微生物药均占比最大。2020 年兽用化药原料药中抗微生物药销售占比超过 80%，兽用化药制剂中抗微生物药销售占比接近 70%。

图表 17 2020 年国内兽用化药原料药产品结构（%）



资料来源：中国兽药协会，华安证券研究所

图表 18 2020 年国内兽用化药制剂产业结构（%）

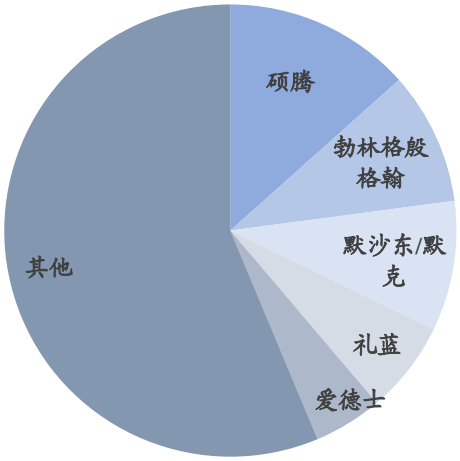


资料来源：中国兽药协会，华安证券研究所

2.3 竞争格局：国内市场较分散，行业集中度有望加强

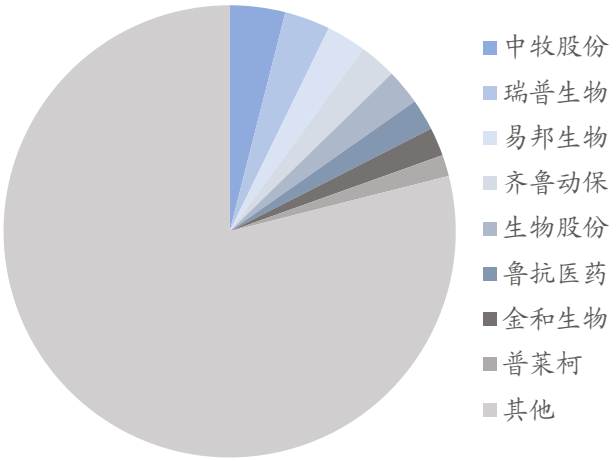
在行业强制实行 GMP 认证之前，由于进入门槛较低，行业整体呈现无序竞争的格局，企业数量众多、生产规模偏小、技术含量较低、产品结构单一，给行业持续发展带来一定不利影响。 2006 年 GMP 认证强制实施后，行业进入壁垒提高，导致大量规模小，技术含量低的作坊式企业退出市场，行业集中度有所提高，但与全球动保行业整体布局相比，我国动保市场格局仍然较为分散，行业集中度仍有待加强。

图表 19 2019 年全球前五大动保企业市占率（%）



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

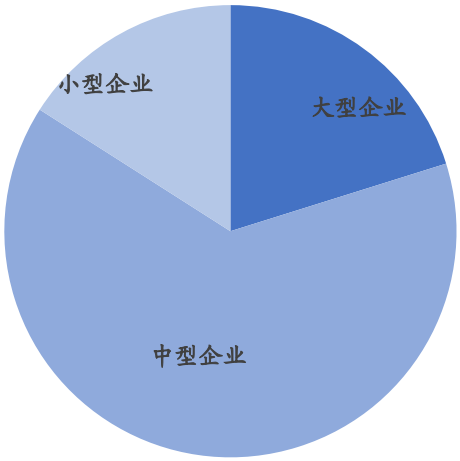
图表 20 2020 年中国兽药行业竞争格局（%）



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

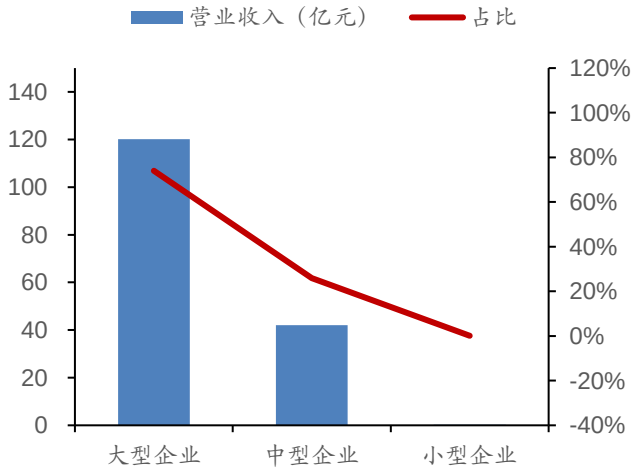
兽用生物制品技术壁垒高，集中度较强。据中国兽药协会统计，截止 2020 年底，我国共有兽用生物制品企业 119 家，以中大型企业为主。中大型企业在生产规模、品牌效应、质量把控、成本控制、研发能力等方面拥有明显优势。

图表 21 2020 年不同规模生药企业数量占比（%）



资料来源：中国兽药协会，华安证券研究所

图表 22 2020 年不同规模生物制品企业营收及占比（亿元，%）



资料来源：中国兽药协会，华安证券研究所

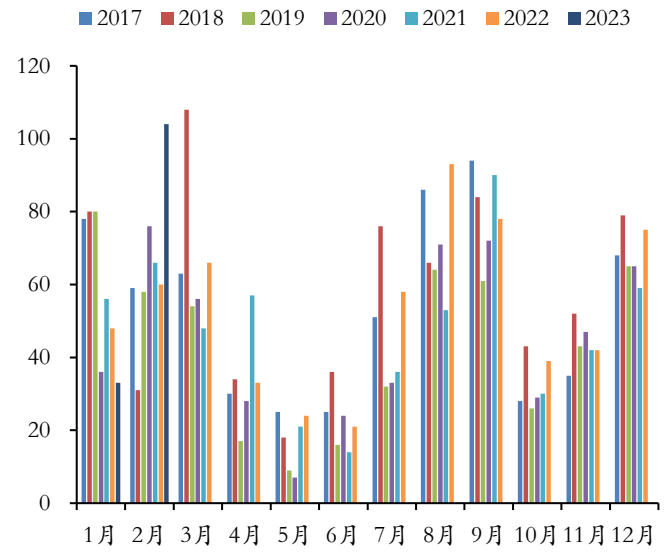
2.4 推动力：多重因素加持，市场前景广阔

2.4.1 静待畜禽价格反转

生猪养殖步入去产能阶段，猪病有望加速产能去化。根据农业部数据，能繁母猪存栏量从 2021 年 7 月趋势性降至 2022 年 4 月最低点，由此推断，今年 3-4 月生猪出栏量会处于本轮周期最低水平。然而，自去年 12 月以来，行业持续亏损，若 3、4 月猪价仍未出现大幅上涨，我们或低估了生产效率提升对猪价的负面影响，2023 年猪价或整体低

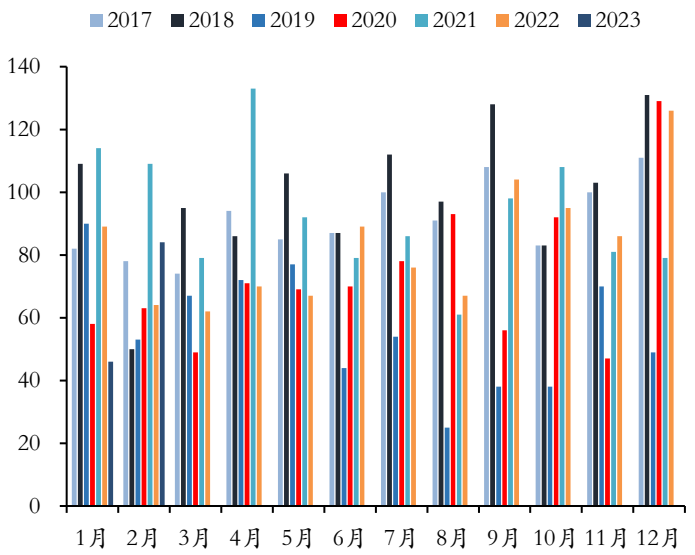
迷，生猪养殖业有望持续去产能。值得关注的是，本轮非瘟疫情北方偏严重，且有向南方蔓延趋势，已有上市猪企因非瘟影响发布业绩下修公告，我们判断猪病有望加速产能去化。我们也需持续关注后备母猪补栏速度、三元留种量，以及二次育肥对后期猪价影响。

图表 23 口蹄疫疫苗批签发次数



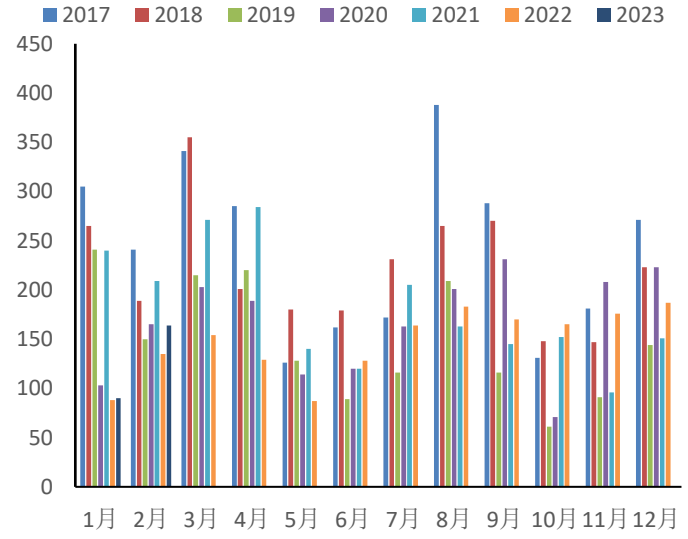
资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 24 圆环疫苗批签发次数



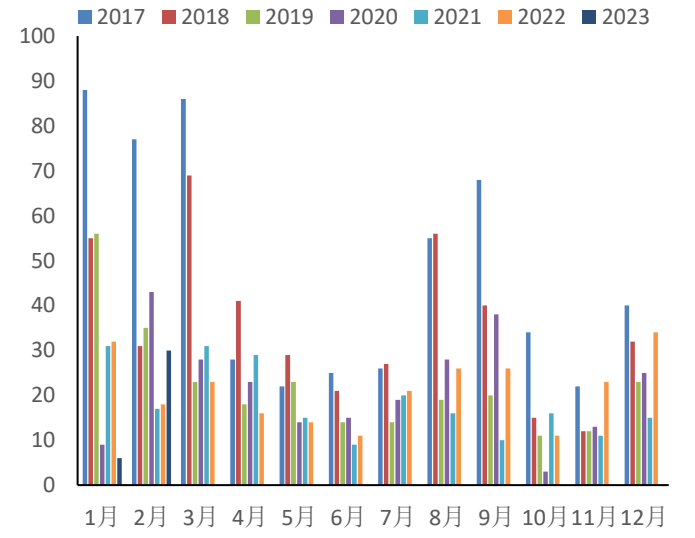
资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 25 猪瘟疫苗批签发次数



资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 26 高致病性猪蓝耳疫苗批签发次数



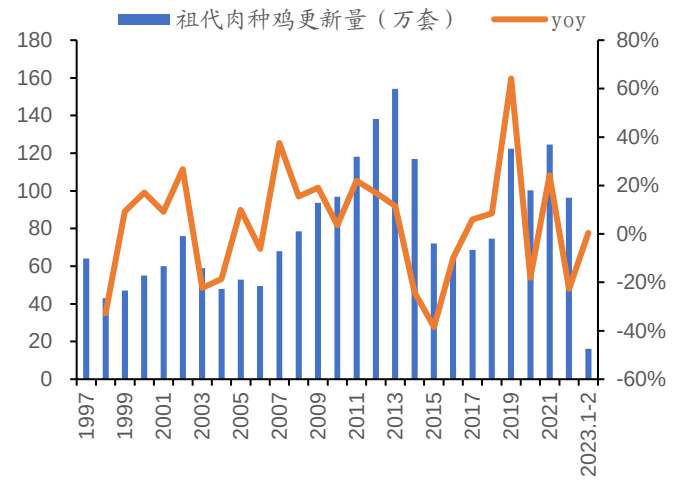
资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

白羽肉鸡商品代上行周期或于 2023 年底启动。从祖代角度看，2021 年我国祖代更新量 124.62 万套，处于历史相对高位，对应 2023 年商品代毛鸡和鸡产品价格应相对偏弱，2022 年祖代更新量降至 96.34 万套，对应 2024 年商品代毛鸡和鸡产品价格有望明

显回升。从父母代角度看，2022 年 5 月-2023 年 1 月父母代鸡苗销量处于历史高位，对应 2023 年 3-10 月商品代毛鸡和鸡产品价格或维持相对低位，我们维持此前判断，商品代价格上行周期或于 2023 年底启动。值得注意的是，种鸡整体性能明显下降，或致商品代价格提前上涨：1、种鸡性能明显下降。目前全国种鸡基本都是慢羽，产蛋系数降至 150 左右，死淘率自 2022 年开始也明显提高，最高达到 20%；2、不同品种的种鸡性能差异大，科宝和国产品种性能相对偏弱。

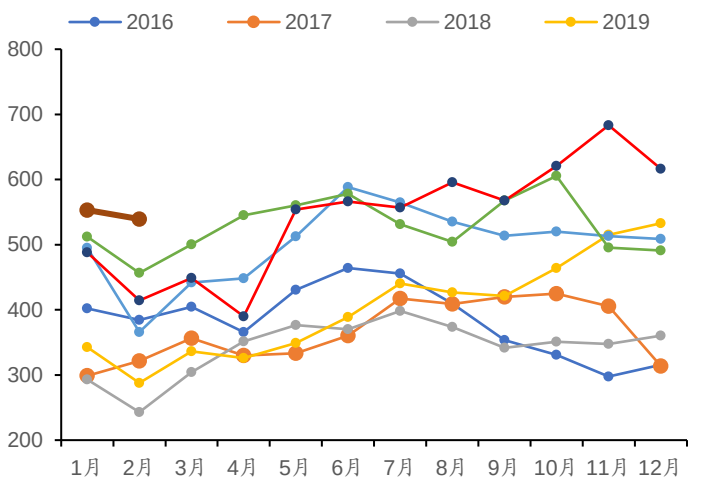
黄羽鸡行业 2023 年或维持高景气。2023 年第 12 周（3.20-3.26），在产父母代存栏 1375.8 万套，处于 2019 年以来最低水平，父母代鸡苗销量 108.7 万套，处于 2018 年以来最低水平，我们预计 2023 年黄羽鸡行业可维持高景气。

图表 27 白羽肉鸡祖代更新量对照图



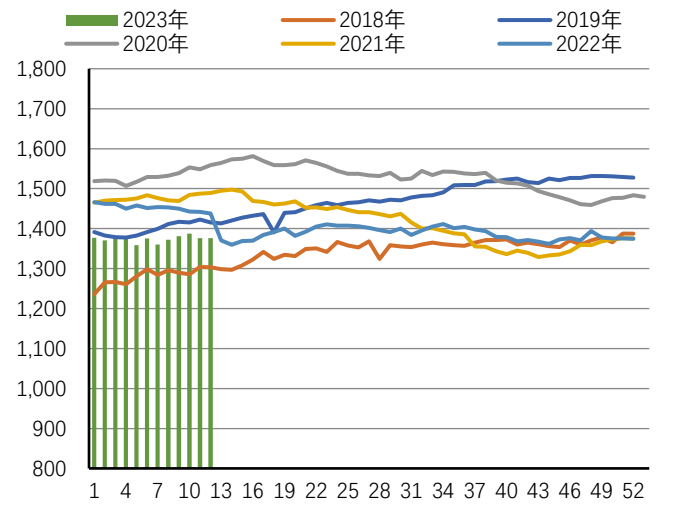
资料来源：白羽鸡协会月报，华安证券研究所

图表 28 白羽肉鸡父母代鸡苗销量对照图，万套



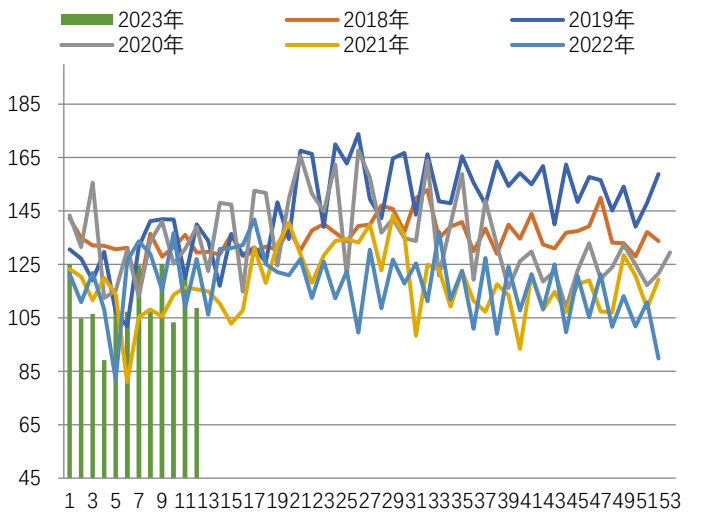
资料来源：白羽鸡协会月报，华安证券研究所

图表 29 黄羽全国在产父母代种鸡存栏量，万套



资料来源：禽业协会周报，华安证券研究所

图表 30 黄羽全国父母代鸡苗销量，万套



资料来源：禽业协会周报，华安证券研究所

2.4.2 政采苗逐步退出历史舞台，“品质为王”时代正在到来

我国的兽用生药市场可以分为国家强制性免疫兽用生物制品和非国家强制性免疫生物制品。强制免疫苗也称为“政采苗”，是指为防止重大动物疫病发生和流行，对动物的免疫防治采取政府出钱，强制动物进行免疫防治的疫苗。每年农业部将根据动物疫病发生与发展状况，会同财政部调整年度计划。不可否认，“政采苗”政策的实施大力推动了国内兽用疫苗的发展,使动保行业市场规模快速提升。但是由于政采苗的局限性，使得其质量参差不齐，效果弱于市场苗。因此，很多头部养殖企业为确保养殖效益，更倾向于选择市场苗。此外，近年来政府也提出一系列政策支持“市场苗”的推广。2016年，“先打后补”的提出标志着疫苗行业从政府主导逐渐转变为市场主导，推动优质疫苗产品渗透率的提升。

图表 31 “市场苗”导向政策

时间	内容
2012 .05	农业部发布**《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020）》**，明确提出“完善强制免疫政策和疫苗招标采购制度，明确免疫责任主体，**逐步建立强制免疫退出机制**”。
2016.7.21	农业部联合财政部下发通知，对重大动物疫病防控支持政策做了重要调整。2017 年 1 月 1 日起实施动物疫病防控新政策，**猪瘟和高致病性猪蓝耳病暂不实施国家强制免疫政策。** 列入试点范围内的规模养殖场不再申请政府免费强制免疫疫苗，需自主采购农业部批准使用的强制免疫疫苗，免疫合格后可申请补贴。未被列入范围的养殖场依旧由政府免费提供强制免疫疫苗。
2019.12.9	农业部发布《兽用生物制品经营管理办法》（修订草案征求意见稿），在第八条提出：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（户），也可由其授权经销商销售。**标志着强制免疫疫苗正式向经销渠道开放。**
2019.12.26	农业部最新发布的《2020 年国家动物疫病强制免疫计划》中则进一步指出，**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;
2021.11.18	农业农村部发布《关于深入推进动物疾病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》，规定 2020-2021 年在 10 个省份规模场**深入推进“先打后补”试点，2022 年我国全部规模场实现“先打后补”，至 2025 年逐步全面取消政采；**
2021.1.11	农业农村部发布《2021 年国家动物疫病强制免疫计划》，要求各省份结合实际制定实施方案，**加快推进“先打后补”工作，**省级畜牧兽医主管部门会同省级财政主管部门组织**做好“先打后补”资金发放管理和强制免疫疫苗采购工作;**

资料来源：农业农村部，华安证券研究所

2.4.3 环保政策的出台，间接推动行业发展

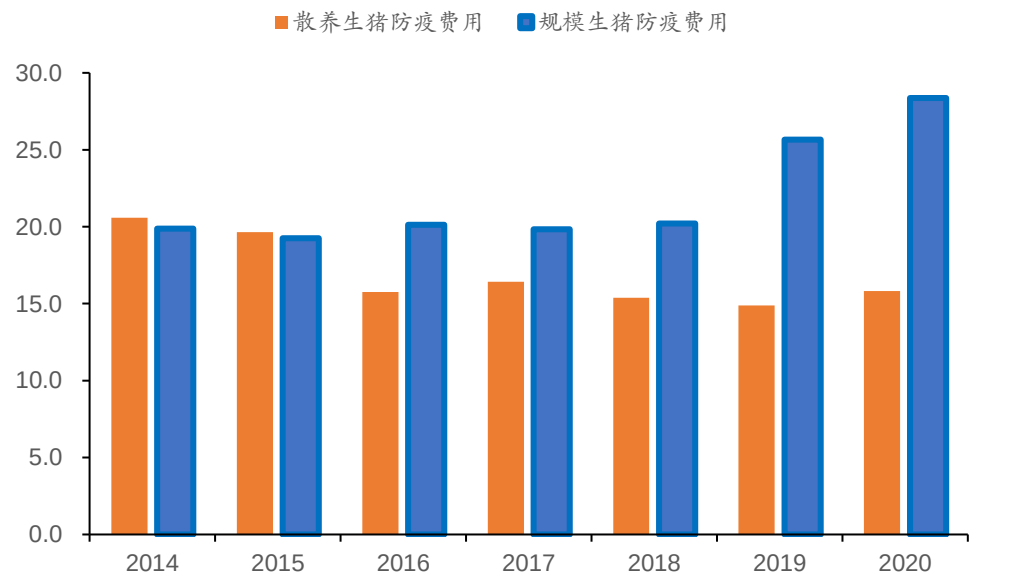
我国养殖行业较分散，其中不乏散户和家庭农户的存在，大多数散养户没有经过系统的培训学习，养殖技术不科学，养殖效率低下，且环境污染现象尤为严峻。2014 年，政府相继出台一系列环保政策，明确指出养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则等。大量散户因无法达到标准被迫退出市场，推动养殖行业规模化进程的发展。与散户相比，规模化养殖场的防疫措施更加完善，防疫热情更加高涨，防疫费用支出更高，促进动保行业扩容。

图表 32 畜禽养殖相关环保政策

时间	政策	内容
2014.01	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确畜禽养殖应考虑到环境承载力，对畜禽养殖污染防治提出要求，科学确定养殖品种、规模、总量，明确禁养区划分标准、以及激励和处罚内容。
2015.01	《环保法》	进一步明确禽畜养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律法规规定
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定禽畜养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的禽畜养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产县制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《"十三五"生态环境保护规划》	要求 2017 年年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。

资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 33 生猪养殖防疫费用(元/头)

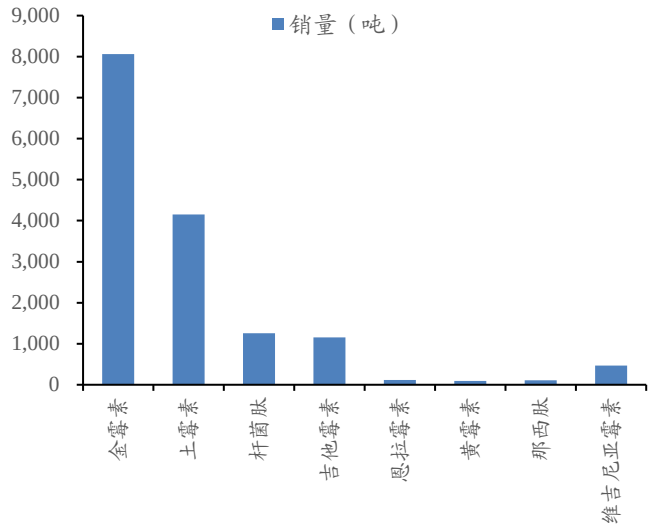


资料来源：wind，华安证券研究所

2.4.4 禁抗工作稳步推进，替抗产品迎来春天

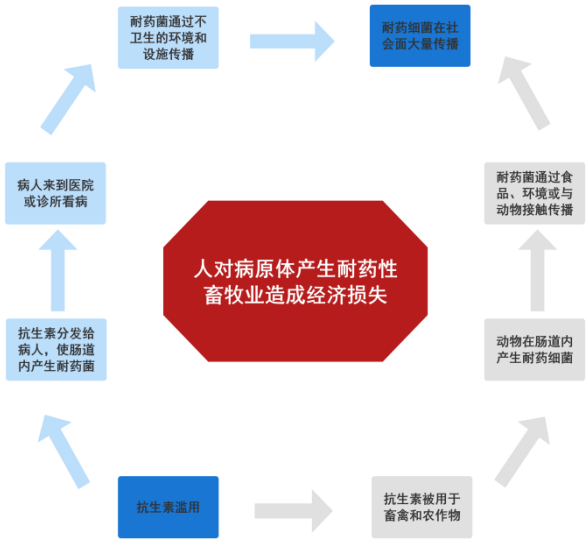
一直以来兽用抗生素在养殖领域有着举足轻重的作用，其不仅具有治疗和预防疾病的作用，还可用于促进畜禽生长，被广泛用于动物生产中。随着环境中耐药菌株的增多，微量残留在畜禽产品中的抗生素使人类产生过敏反应。与此同时，病原菌的耐药性也日益严重，给养殖业带来严重经济损失，多方面因素使得“禁抗”迫在眉睫。

图表 34 促生长类激素使用量（吨）



资料来源：中国兽药协会，华安证券研究所

图表 35 滥用抗生素的影响



资料来源：华安证券研究所整理

自 2013 年起，我国就出台了一系列政策，加强对兽用抗生素的管控，推动“减抗”、“禁抗”工作的进行。2020 年，26 种药物添加剂将在 7 月 1 日退出养殖行业，我国正式向“无抗”时代迈进。不过，此次“禁抗”只涉及促生长用途的抗生素，如果某种抗生素除总用于促生长外，还有治疗疾病的作用，则将保留其治疗疾病的用途。

图表 36“限抗”、“禁抗”相关政策

实施时间	内容
2020 年 1 月以前	修订“既有促进生长又有防治作用”品种的质量标准，仅保留防治用途。改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式；不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号。
2020 年 1 月起	退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口；注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至 2020 年 6 月 30 日。
2020 年 7 月起	饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。
2020 年 8 月起	将养殖者自行配制饲料纳入饲料管理体系，对养殖者生产自配料时的原料、添加剂和兽药等使用提出明确要求

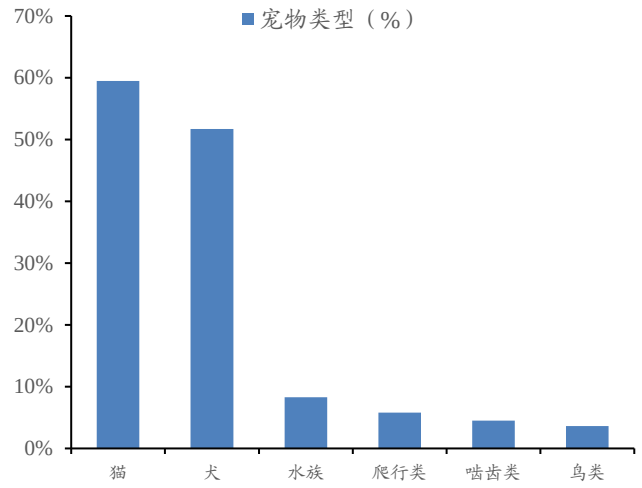
资料来源：农业农村部，华安证券研究所

在“禁抗”政策实施后，养殖端迎来严峻考验，畜禽致死率增加，养殖效益降低，促使养殖户主动进行免疫。同时，对于兽药企业来说，替抗产品的需求逐渐上升。目前比较有效的替代品包括益生菌饲料添加剂、中草药饲料添加剂，以及植物提取物、酶制剂、酸化剂和多糖类添加剂等。在“禁抗”政策的实施下，动保企业将迎来重大调整。

2.4.5 宠物市场规模不断扩大，未来可期

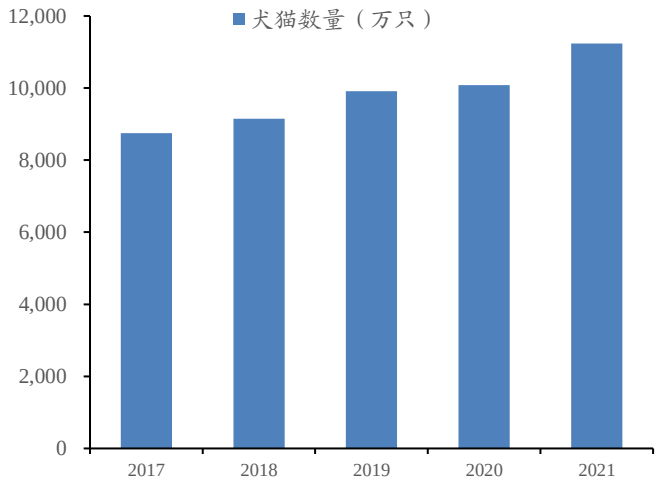
随着社会经济的发展和城市化进程的加速，人们的精神生活和物质生活不断得到改善，社会老龄化步伐的加快，独生子女家庭和丁克家庭的普及等客观因素的突出，人民的休闲、消费和情感寄托方式也呈多样化发展。饲养宠物成为家庭必不可少的消遣方式，宠物数量的日益增多，刺激了宠物产业的不断发展壮大。从饲养类型来看，我国宠物饲养仍以犬猫为主。2017-2021 年，我国宠物犬猫数量由 8746 万只上涨至 11235 万只，复合年增长率可达 5.14%。2021 年，宠物市场规模接近 3500 亿元。虽然市场规模实现了较大增长，但是我国的宠物渗透率远低于欧美发达国家。我国宠物行业整体处于培育阶段，长期来看发展空间充裕。

图表 37 2021 年中国城镇居民养宠类型（%）



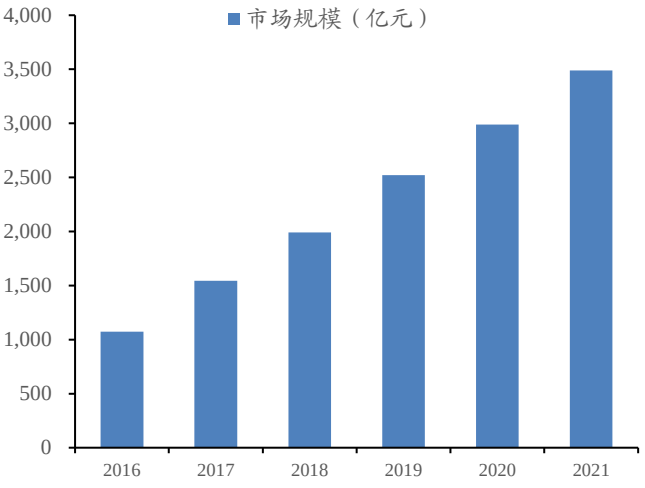
资料来源：中国宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 38 2017-2021 我国宠物犬猫数量（万只）



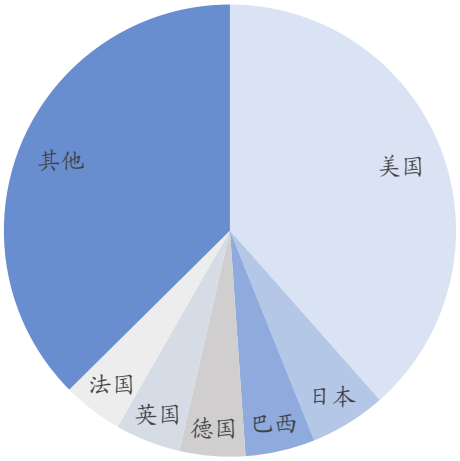
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 39 2016-2021 我国宠物市场规模（亿元）



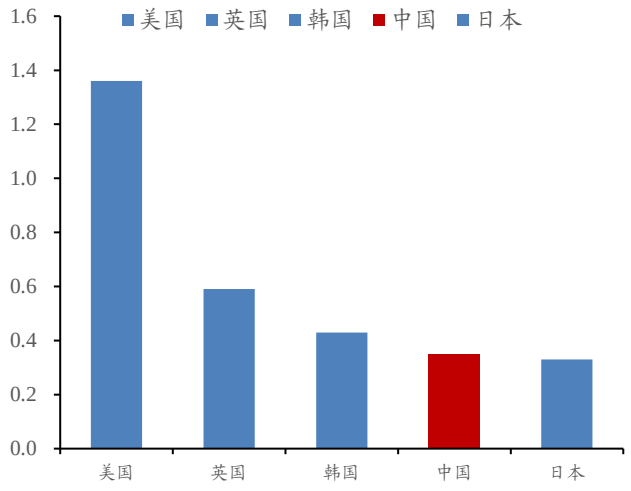
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 40 2022 年 3 月全球宠物市场份额占比（%）



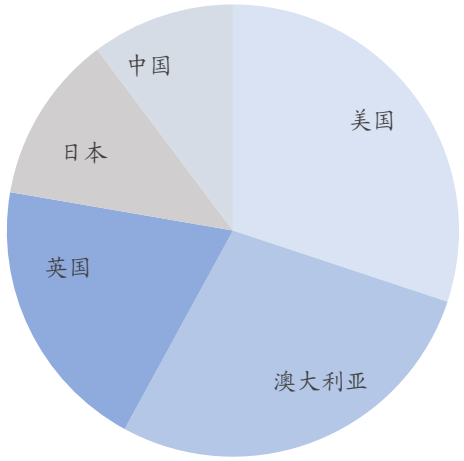
资料来源：Statista，华安证券研究所

图表 41 2021 各国户均养宠数量对比（只）



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

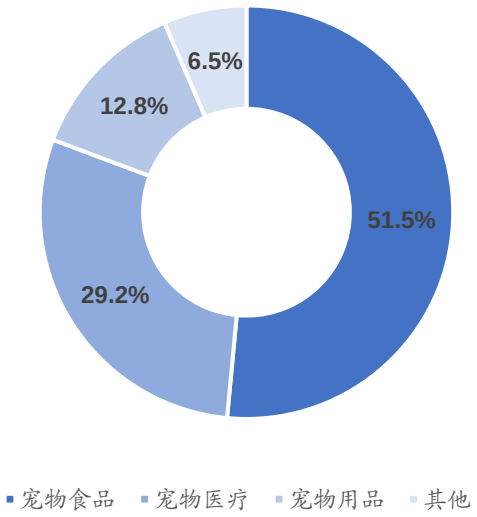
图表 42 2019 部分国家宠物渗透率（%）



资料来源：Forest，普华永道，华安证券研究所

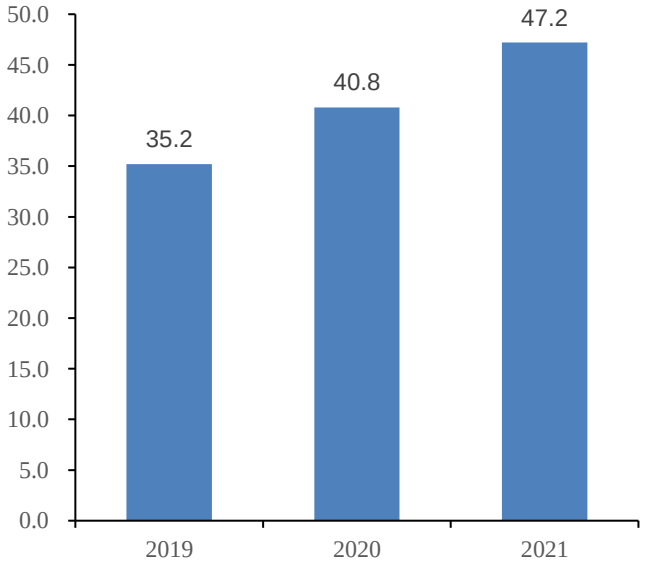
宠物医疗作为宠物行业第二大细分市场，前景广阔。宠物食品仍为宠物行业最大的消费市场，根据《2021 年宠物行业白皮书》公布的数据显示，宠物食品消费占比达 51.5%，宠物诊疗占比达 29.2%，成为仅次于主粮的第二大细分市场。2019 年-2021 年，宠物药品市场规模从 35.2 亿元增长至 47.2 亿元，年复合增长率可达 10.7%。

图表 43 2021 中国宠物行业消费结构（%）



资料来源：2021 年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 44 2019-2021 年中国宠物药品市场规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

宠物医疗主要由宠物药和宠物医院组成。宠物药又可以分为疫苗、皮肤药、呼吸药、驱虫药、清洁药、关节药、保健药七大类。当前，我国大型动保企业仍然以经济动物用药为主，宠物药市场布局相较于成熟市场仍然比较空白。随着宠物行业的不断发展，“健康养宠、科学养宠”理念深入人心，需求的持续增长，2021 年，宠物药品渗透率在宠物

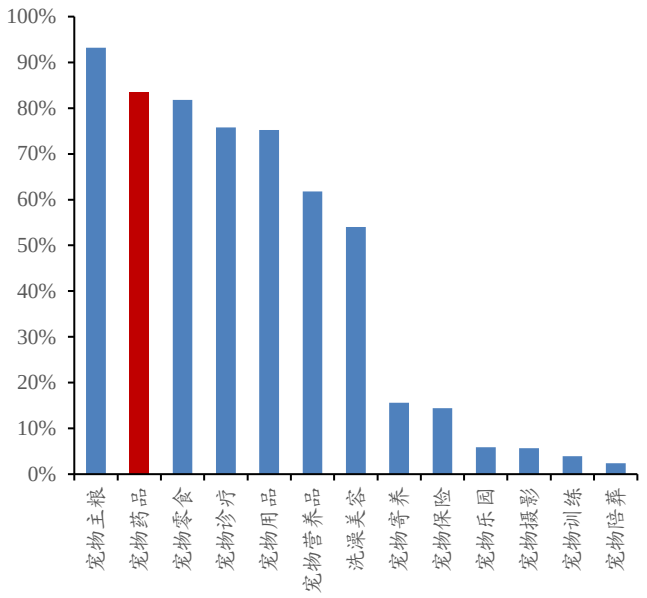
消费中位列第二，这也将促使越来越多的动保公司着眼于宠物药市场，推动行业整体发展。

图表 45 宠物药分类

类型	功能/适应症	给药方式	给药间隔
疫苗	预防高发或危险传染病	注射	不同类型间隔不同
皮肤药	过敏性皮肤病、真菌性皮肤病、体外寄生虫皮肤病	外用为主	2-3 个月
呼吸药	犬咳、猫鼻气管炎	内服为主	不定期
驱虫药	驱除宠物体内外寄生虫	内服外用	春夏 1 个月、秋冬 3 个月
清洁药	清理宠物毛发、皮肤及耳道、术后护理、日常清洁，多配合药物使用	外用为主	2 个月
关节药	骨折、关节炎、胯关节脱位	内服外用	不定期
保健药	辅助治疗	内服为主	不定期

资料来源：头豹研究院，贝壳社资料，华安证券研究所

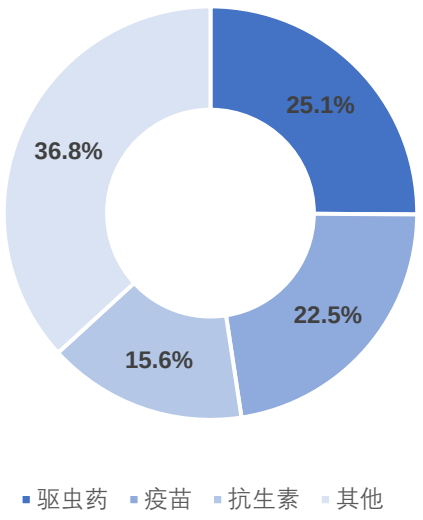
图表 46 2021 年中国宠物消费渗透率情况（%）



资料来源：2021 中国宠物行业白皮书，华安证券研究所

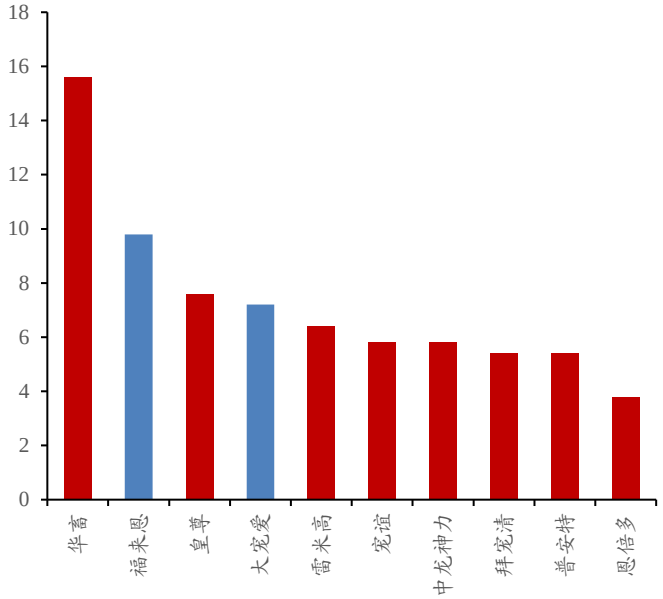
国产药品利润空间有待提升。2021 年，我国宠物药品销售额中驱虫药占比最大，约为 25.1%。但是，从销售额来看，与国外产品相比国产宠物药的利润水平较低，有较大的提升空间。以份额占比最大的驱虫药为例，根据淘宝数据显示，2021 年 4 月，淘宝线上销售 Top10 的驱虫药中，中国产品 8 个，但是销售额 Top10 中，国产品牌只有 2 个，且排名均靠后，总销售额远低于国外品牌。

图表 47 2021 年中国宠物医院各类药品销售额占比（%）



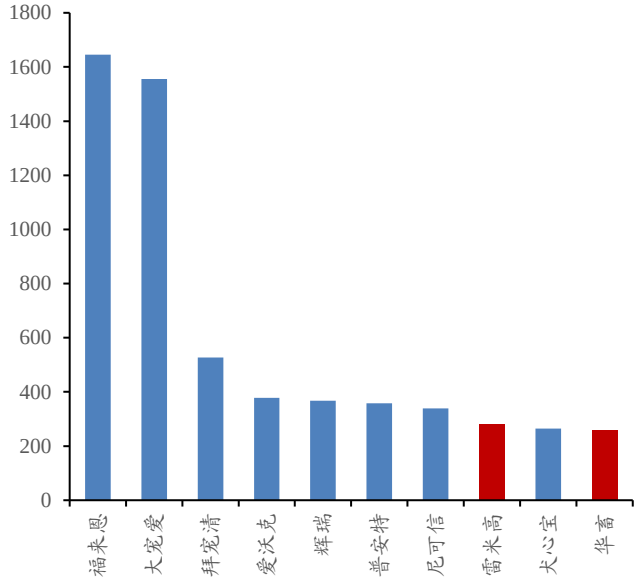
资料来源：2021 中国宠物医疗白皮书，华安证券研究所

图表 48 2021 年 4 月淘宝宠物驱虫药销售量(万个）



资料来源：淘宝，华安证券研究所

图表 49 2021 年 4 月淘宝宠物驱虫药销售额（万元）



资料来源：淘宝，华安证券研究所

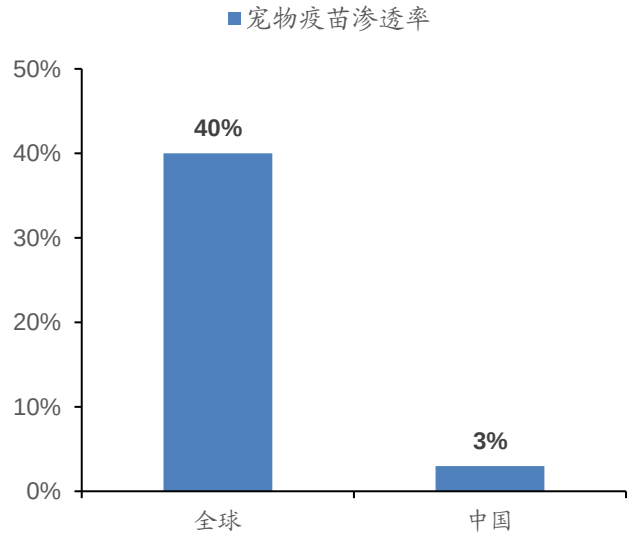
图表 50 2021 年 4 月淘宝宠物药品销售额 Top10 所属国家

排名	产品	国家
1	福来恩	德国
2	大宠爱	美国
3	拜宠清	德国
4	爱沃克	德国
5	辉瑞	美国
6	普安特	官网曾称为美国
7	尼可信	德国
8	雷米高	中国
9	犬心宝	法国
10	华畜	中国

资料来源：淘宝，华安证券研究所

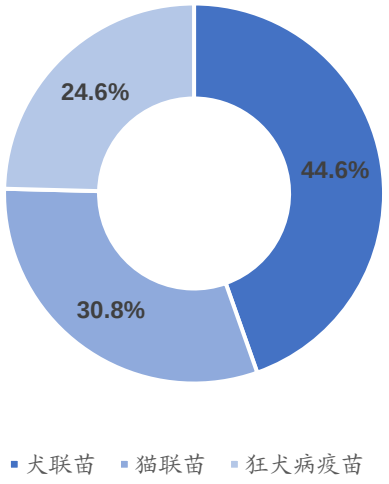
宠物疫苗方面，与经济动物相比，宠物疫苗的市场渗透率仍处于较低水平，2021 年，我国宠物疫苗市场渗透率不足 3%，与全球整体相比差距显著。从疫苗接种的细分类型来看，联苗占比较大。2021 年，犬联苗和猫联量共占犬猫接种疫苗的 70%以上。

图表 51 2021 年我国宠物疫苗市场渗透率（%）



资料来源：观研报告网，华安证券研究所

图表 52 2021 年宠物犬猫接种疫苗类型占比（%）



资料来源：2021 中国宠物行业白皮书，华安证券研究所

3 研产销三位一体，构建核心优势壁垒

3.1 始终坚持以客户为中心，致力建设国际一流生物企业

公司着眼于未来战略打造了先进的企业文化理念体系，秉承“前瞻、创新、正直、分享”的经营理念，以“成为国际一流的高科技生物企业，为客户、员工、股东和商业伙伴提供实现美好梦想的机会” 为愿景，以“致力于最有竞争力的产品与服务，持续为客户创造最大价值”为使命，坚持“以客户为中 心，以奋斗者为本，敢为人先，使命必达”的价值观，不断推动兽药行业的蓬勃发展。

家禽方面，纵向加深。作为首发板块，公司的禽类产品市占率始终位于行业前列。目前，公司禽类产品布局完善，种类丰富，实现多品类覆盖，市场竞争力强。未来，公司将继续巩固优势地位，在稳定现有基本盘的基础上，继续加大研发投入，加深企业护城河，争取实现新的突破。

家畜方面，横向扩张。相较于家禽板块的强劲势头，公司在家畜板块仍有较大的进步空间。公司将进一步加大家畜板块的拓展步伐，丰富产品矩阵，提高家畜业务市场占比，适当考虑进军大单品市场，增强企业竞争力。

宠物方面，未来几年公司将大力发展宠物业务，充分利用先发布局的瑞派宠物医院的渠道优势，构建宠物生态圈，抢占宠物市场，推动行业健康发展。同时，通过重磅产品的不断推出，树立良好的品牌形象，公司规划 2025 年在宠物板块实现 3 亿的突破。

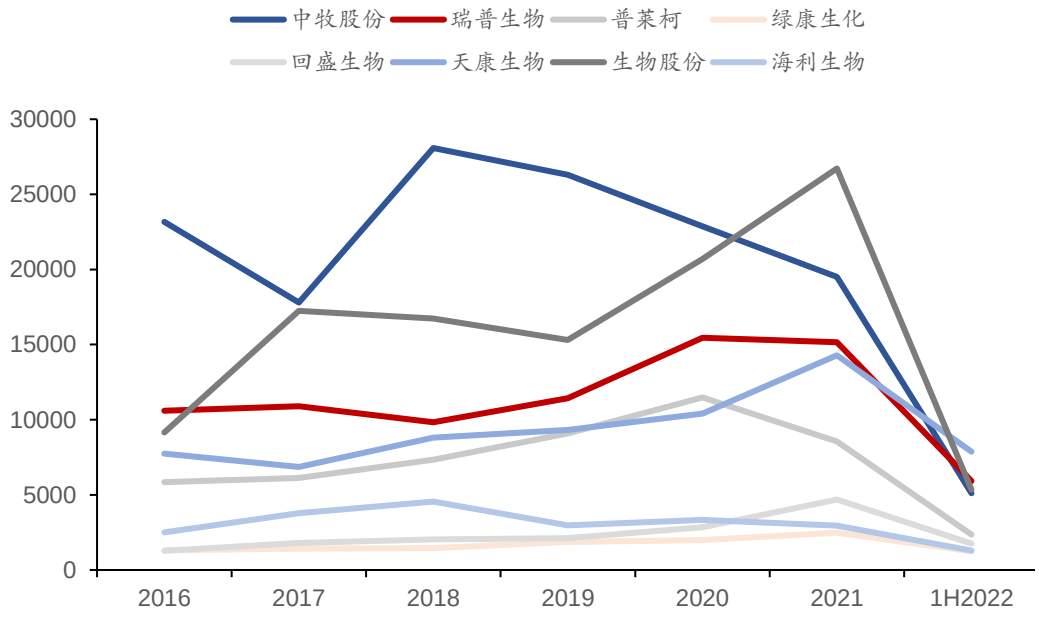
原料药及高毛利添加剂方面，公司将全力推进相关产能建设，给予适当的营销引导，加大高毛利产品比例。同时，完善产品布局，提高公司可持续发展能力，为公司拓展新的利润增长点。

3.2 研发创新为基础，持续推动企业发展

3.2.1 科技创新为先导，不断加大研发支出

作为行业内最先通过国家五部委联合认定的“国家企业技术中心”之一，公司始终坚持以科技创新为先导，高度重视产品的研发创新，不断加大研发支出。2016~2022 年，公司研发支出从 1.1 亿元增长至 1.7 亿元，位于行业前列。

图表 53 公司及可比公司研发支出（万元）



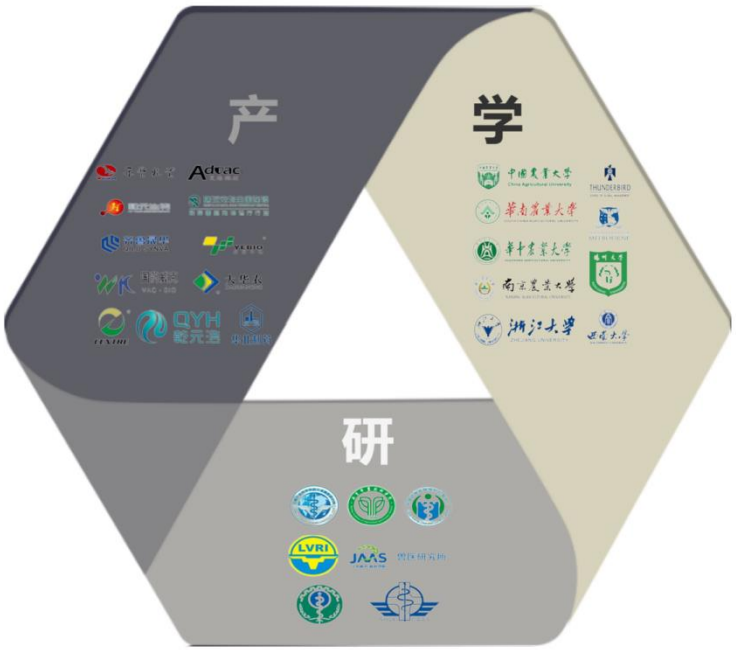
资料来源：wind，华安证券研究所

3.2.2 加强校企联合，研发平台完备

公司采用“自主技术创新和合作技术创新并重”的技术研发策略。在充分挖掘公司技术研发潜力的同时，积极与大学和科研院所开展项目合作，将优秀的科研成果产品化和产业化。目前公司拥有国家级创新平台 6 个，省级创新平台 6 个，研究开发实验室 2.85 万平方米、实验动物房 3.6 2 万平方米、创新孵化器 9600 平方米。

公司已与天津科技大学共建生物医药领域的“现代产业学院”，与天津农学院共建 3 个协同创新平台；与天津市畜牧兽医研究所建立“天津市畜禽传染病诊断与防治工程技术研究中心”；此外，公司与中国农科院哈尔滨兽医研究所、中国农科院兰州兽医研究所、中国农科院上海兽医研究所、中国农业大学、华中农业大学、华南农业大学、扬州大学等 30 余家国内外知名科研院所建立了长期稳定的战略合作、产学研合作、项目合作等合作关系。

图表 54 公司部分产学研合作单位



资料来源：华安证券研究所整理

图表 55 公司创新平台

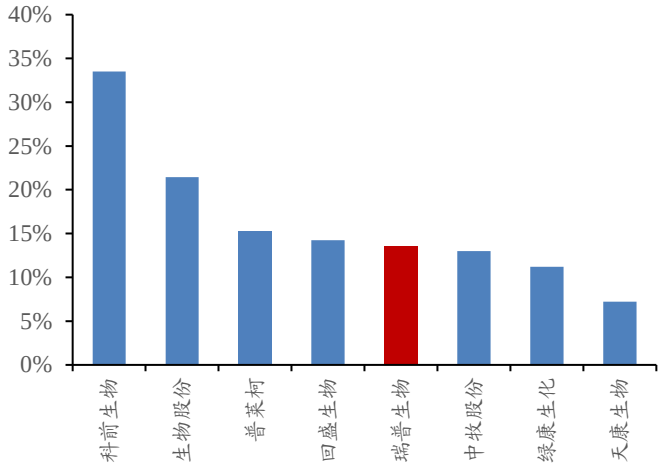
国家级创新平台	国家企业认定技术中心 国家地方联合工程研究中心 农业部生物兽药创制重点实验室 博士后工作站 院士工作站 兽用生物制品国家专业化众创空间
省级创新平台	天津市兽药技术创新中心 天津市新型兽药技术工程中心 天津市畜禽病原检测与基因工程疫苗技术工程中心 天津市动物化学药物制剂企业重点实验室 天津市国际科技合作基地 天津市科教兴农集成创新示范基地

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2.3 团队能力突出，人才优势显著

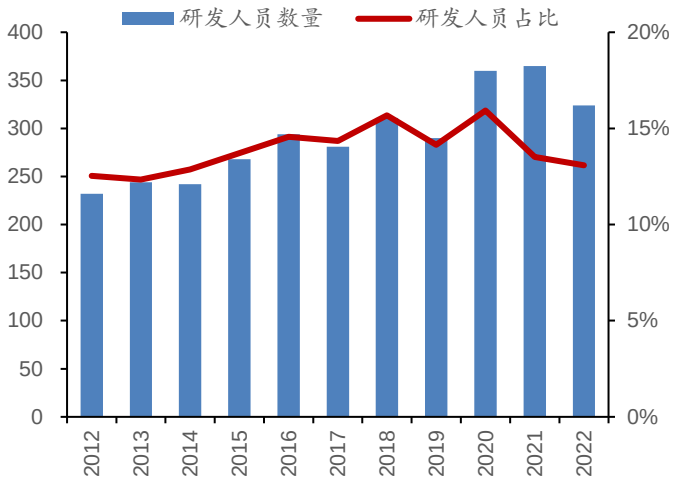
公司重视人才培养，着力于打造高质量团队。得益于校企合作的人才优势，公司创新团队拥有国家级人才 12 位，省级人才 32 位。2022 年，公司研发人员占比 13.08%，学科涵盖动物医学、药物化学等多个学科领域。同时，公司也具有完备的激励机制，实现精准激励，有效激励，充分激发核心员工未来价值潜力，打造国际知名的头部企业。

图表 56 2021 年公司与可比公司研发人员占比（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 57 2012-2022 年公司研发人员数量及占比（人，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 58 公司股权激励计划

时间	内容	考核目标（公司层面）	完成状态
2019	激励对象包括董事、高级管理人员、中级管理人员、营销骨干及核心技术人员，合计 178 人。本次股权激励计划授予标的股票规模为 539.10 万股，授予价格为 7.08 元/股。	以 2018 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 25%； 以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 40%； 以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 55%；	已完成
2022	本次授予的激励对象为 204 名，限制性股票数量为 409.40 万股，占授予前公司股本总额 4.68 亿股的 0.87%，授予价格：9.75 元/股	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 11%； 以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 33%； 以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 53%。	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2.4 研发能力卓越，核心技术壁垒高筑

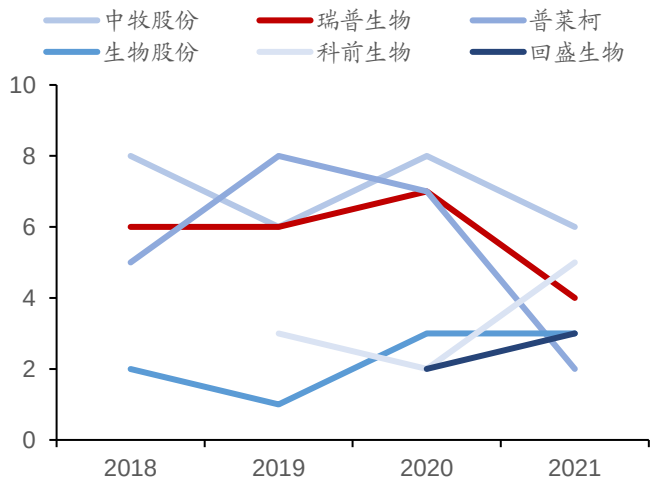
多年来公司潜心于产品创新研发，针对市场需求不断改进提高。公司拥有无缝连接新兽药创制全过程的研发能力，一体化新兽药创新共享开放平台已涵盖病原分离鉴定检测、新兽药创制、关键工艺攻关、新兽药临床前评价（GLP）、新兽药临床评价（CP）、中试试验（GMP）和新兽药注册、规模化生产工艺优化。截至 2022 年，公司共有拥有 172 项发明专利、67 项实用新型专利，新兽药注册证书 87 个，处于行业前列。其中，一类、二类、三类新兽药证书累计占比超八成，卓越的研发能力为公司发展提供强有力的支撑。

图表 59 我国新兽药证书类别

类别	区别
一类	我国创制的原料药品及其制剂（包括天然药物中提取的及合成的新发现的有效单体及其制剂）；我国研制的国外未批准生产，仅有文献报道的原料药品及其制剂；新发现的中药材；中药材新的药用部位。
二类	我国研制的国外已批准生产，但未列入国家药典、兽药典或国家法定药品标准的原料药品及其制剂；天然药物中提取的有效部分及其制剂。
三类	我国研制的国外已批准生产，并已列入国家药典、兽药典或国家法定药品标准的原料药品及其制剂；天然药物中已知有效单体用合成或半合成方法制取的原料药品及其制剂；西兽药复方制剂，中西兽药复方制剂。
四类	改变剂型或改变给药途径的药品，新的中药制剂（包括古方、秘方、验方、改变传统处方的）；改变剂型但不改变给药途径的中成药。
五类	增加适应症的西兽药制剂、中兽药制剂（中成药）。

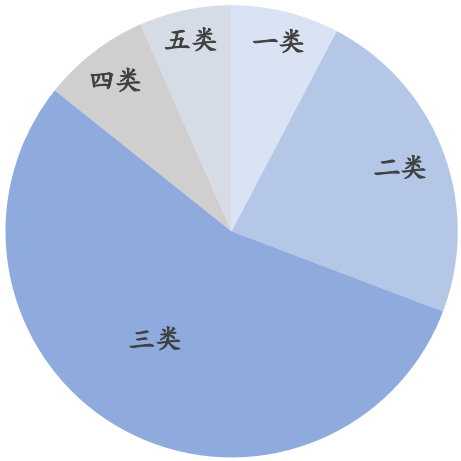
资料来源：化学加网，华安证券研究所整理

图表 60 2018-2021 年公司与可比公司新兽药证书数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 61 公司新兽药证书类别分布（截止 2022 年）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 62 2021-2022 年公司新增新兽药注册证书

发证日期	新兽药名称	类别
2021.7.16	口蹄疫病毒非结构蛋白 3ABC 阻断 ELISA 抗体检测试剂盒	三类
2021.7.16	鸭坦布苏病毒 ELISA 抗体检测试剂盒	一类
2021.7.16	副猪嗜血杆菌病三价灭活疫苗（4 型 H4L1 株+5 型 H5L3 株+12 型 H12L3 株）	三类
2021.11.2	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rSD57 株+rFJ56 株，H7N9 rGD76 株）	三类
2022.1.12	克林霉素磷酸酯颗粒	四类
2022.6.28	犬细小病毒抗血清	三类
2022.10.18	吡丙醚	二类
2022.10.18	非泼罗尼吡丙 醚滴剂	二类

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司旗下生物制品研究院和药物研究所作为新技术、新产品的输出源，持续不断地为公司提供优质高效的技术。

生物制品研究院已成功开发出多个行业关键技术平台，成功产出多个悬浮细胞、畜禽新型佐剂和抗原纯化高端工艺，可快速构建产品有效组群。在基因工程技术开发上，囊括了多个基因工程技术平台，可迭代升级多个产品和技术，有效提升产品核心竞争力。

图表 63 生物制品研究院核心技术

核心技术名称	技术优势
工艺技术	细胞规模化悬浮培养平台、高效纯化平台、新型佐剂/耐热保护剂平台、细菌高密度发酵平台等
基因工程技术	反向遗传技术、基因编辑技术、亚单位疫苗、活载体疫苗、核酸疫苗和抗体药物等

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

药物研究院的多个领先技术平台，涵盖新药研发的全生命周期，从药物发现、合成、纯化到体内外相关性研究，成功产出替米考星肠溶颗粒、癸氧喹酯干混悬剂等多项填补国际空白的创新药物制剂。同时，在中药与天然植物研发方面以及微生态方面均实现了技术突破，为公司的持续发展奠定坚实基础。

图表 64 药物研究院核心技术

核心技术名称	技术优势
原料药研发	新晶型培育研究、创新药筛选创制、杂质制备及结构解析、手性药物合成、体外活性测试、靶动物测试、成药性评价等多个新药研发平台
药物制剂研发	长效缓释制剂、纳米制剂、难溶药物增溶以及苦味遮蔽等
中药与天然植物研发	多种疫病动物体内外相关性评价模型
微生态方面	在功能菌构建、高密度发 酵、分离纯化等方面实现了技术突破

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

3.2.5 投入已见回报，成果步入兑现期

公司在新产品的研发方面取得了突破性进展，尤其是在基因工程疫苗、创新剂型、多联多价疫苗、替抗产品等前沿技术领域进入收获期。2022 年公司上市多款新产品，新产品重点在疫苗的多联多价、疫病检测诊断、养殖端减抗、饲料端替抗、反刍动物和宠物用药等多领域，更适合未来市场的需求。

图表 65 2022 年公司新上市产品列表

产品名称	产品特点
鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感（H9 型三联灭活疫苗）	本产品为三联灭活疫苗，免疫一针可以同时预防三种疫病，适合临床免疫程序，可提升养殖场的防疫效率； 所用禽流感 H9 亚型 WD 株具备抗原交叉保护谱广的优点，可有效预防当前的 H9 亚型禽流感疫病； 三是使用经纯化处理的全病毒抗原，中和抗体水平高，可有效预防感染，提高免疫综合保护率。
副猪嗜血杆菌病三价灭活苗	针可预防副猪嗜血杆菌三个流行的血清型（4 型、5 型和 12 型），优质的佐剂提高疫苗在动物体的持续保护时间，并且可以大大降低抗生素的使用，让疫苗逐渐取代抗生素。
鸭坦布苏病毒 ELISA 抗体检测试剂盒	具有高特异性、敏感性，重复性良好；检测的抗体效价与病毒中和试验以及攻毒保护试验结果具有良好平行关系，是评估鸭坦布苏病毒病疫苗免疫效果必不可少的检测工具。该产品可用于鸭坦布苏病毒抗体的快速定性和定量检测，为鸭坦布苏病毒病的疫苗评价、临床诊断、疫病监测及净化提供了重要的技术支撑。
莫普欣（吡虫啉莫昔克丁滴剂）	可以防治犬猫 28 种体内外适应证，尤其对蠕形螨和心丝 虫具有独特驱杀作用；不透皮，借皮脂快速输布全身，具有四 大产品优势:超广谱、更安全、起效快、防渗漏。该产品符合 终端消费者对驱虫药安全性强、驱虫谱广、见效快的期望。
伊尔舒（复方制霉菌素软膏）	伊尔舒处方设计合理、容温范围大，组方中驱虫成分经过多次结晶纯化，杂质含量小于 1%，与市售进口制剂相比，安全性得到极大提升；活性组分的特殊晶癖结构，可控制晶体的生长方向及速度，保持膏体内晶体粒径大小始终均一，具有易分散、不易沉降、长期储存产品性能稳定等优点，在寒冷地区仍可保持良好的延展性和扩散性，与骨架结构形成黏附层，在保护破损耳道细胞的同时，可将药物微粒导入病灶，全效解决犬猫复杂病因引起的耳道疾病。

伊尔爽（宠物耳道护理液）	本产品为瑞普独研复合型生物膜溶解剂，可以深度溶解生物膜，杀菌更彻底，具有抑菌消肿功效。
瑞金康（盐酸金霉素可溶性粉）	采用粒子簇助溶技术，生物利用度高
必诺坦 精鉴解毒宁（清瘟败毒口服液）	替抗类产品

资料来源：公司公告，华安证券研究所

此外，公司多项研发项目有望在 2023 年成功上市。**家禽板块，**公司将推出新支二联活疫苗 LaSota+LDT3，鼻支二联灭活疫苗等新产品，建立高品质、多元化、全品类的产品矩阵，通过“高性价比产品+疫病防控综合解决方案”持续提高养殖企业疫病综合防控水平。

家畜方面，2023 年有望推出猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗、猪圆环病毒亚单位灭活疫苗等新产品，在不同程度上丰富产品矩阵，产品竞争力将进一步提升。

作为公司重点布局部分，宠物板块大放异彩。驱虫药方面，公司 2023 年将有 3-4 款新的驱虫药推向市场，加强覆盖不同种类，不同年龄的宠物对于驱虫不同要求。此外，公司另一重磅单品“猫三联”疫苗有望推向市场，若“猫三联”成功面世，将打破进口产品垄断的竞争格局，推动国产替代趋势。

图表 66 2022 年公司主要研发项目进度表

研发项目名称	项目目的	项目进展	对公司未来发展的影响
孟布酮注射液和粉剂	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，孟布酮是动物用利胆剂，可用于治疗靶动物的消化不良。	已经获得《新兽药注册证书》，处于产品转产研究和产品文号申报阶段。	孟布酮是一种利胆剂，具有刺激胃肠道分泌的作用，能够促进胆汁、胃液、胰液的分泌，达到正常分泌量的 2~5 倍，该新兽药的研制成功填补了我国空白，可扭转临床上对于动物消化不良、食欲不振、便秘腹胀等病症滥用抗生素的局面，有利于我国限抗政策的实施。
泰地罗新注射液	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于预防和治疗对泰地罗新敏感的胸膜肺炎放线杆菌、多杀性巴氏杆菌、支气管败血波氏杆菌、副猪嗜血杆菌等细菌引起的猪呼吸道疾病。	已经获得《新兽药注册证书》，处于产品转产研究和产品文号申报阶段。	泰地罗新是最新动物专用的大环内酯类半合成抗生素，为泰乐菌素的衍生物。泰地罗新是广谱抗菌药，对革兰氏阳性菌和革兰氏阴性菌均具有抗菌活性，用于预防和治疗对泰地罗新敏感的胸膜肺炎放线杆菌、多杀性巴氏杆菌、支气管败血波氏杆菌、副猪嗜血杆菌等细菌引起的猪呼吸道疾病。泰地罗新注射液的研制成功和获批有利于我国大环内酯类产品轮换用药，减少细菌耐药性的产生，同时也丰富了公司在抗菌药的产品线布局。
克林霉素磷酸酯颗粒	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于宠物犬皮肤创伤、脓肿和深层感染治疗的速溶性口服药物。	已获得新兽药注册证书，产品已获得批准文号。	克林霉素抗菌谱比林可霉素宽，抗菌活性比林可霉素强 4 倍多，克林霉素对犬脓皮病、骨髓炎、腹膜炎及猫弓形虫卵囊脱落临床疗效确实。该产品具有对革兰氏阳性菌和厌氧菌感染有极强的抑菌效果、胃肠副反应发生率低于盐酸克林霉素及林可霉素、口服生物利用度高且可与注射剂等效、孕宠亦可以放心使用、宠物适口性好等多种优势。公司注重创新，追求科技领先，持续加大科研投入，该制剂超越国际同类产品，进一步体现了公司

			的创新实力，同时也推动了公司宠物药品产业的发展，保持了公司在宠物保健领域创新领先地位，并切实提升了公司在行业内的整体竞争力，将为公司带来新的业绩增长点。
复方制霉菌素软膏	通过比对试验评审，取得兽药产品批准文号，四种原料复配而成的大复方制剂，可以抵抗细菌、真菌、寄生虫以及瘙痒，是犬猫通用耳部外用软膏制剂	产品已获得批准文号。	该产品处方设计合理、容温范围大，组方中驱虫成分经过多次结晶纯化，杂质含量小于 1%，与市售进口制剂相比，安全性得到极大提升；活性组分的特殊晶癖结构，可控制晶体的生长方向及速度，保持膏体内晶体粒径大小始终均一，具有易分散、不易沉降、长期储存产品性能稳定等优点，在寒冷地区仍可保持良好的延展性和扩散性，与骨架结构形成黏附层，在保护破损耳道细胞的同时，可将药物微粒导入病灶，全效解决犬猫复杂病因引起的耳道疾病。该生产批文的获得，可使公司宠物产品管线更具领先性，进一步提升公司在宠物外用耳药市场的核心竞争力及市场份额。
口蹄疫病毒非结构蛋白 3ABC 阻断 ELISA 抗体检测试剂盒	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于区分口蹄疫病毒感染动物、口蹄疫全病毒抗原疫苗免疫动物、口蹄疫病毒标记疫苗免疫动物，是我国口蹄疫流行病学监测诊断和疫病净化的首选工具。	已经取得《新兽药注册证书》，目前处于新兽药产品批准文号申请阶段。	该试剂盒是“口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白缺失表位疫苗（O/rV-1 株+A/rV-2 株）”的关键配套技术，是我国各省（市）口蹄疫流行病学监测诊断和疫病净化的首选工具。该产品的成功研制，进一步体现了公司研发创新的能力和持续研发投入的结果，丰富公司诊断制剂产品结构，持续满足客户需求，推动产品升级。
鸭坦布苏病毒血凝抑制试验抗原、阳性血清与阴性血清	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于鸭坦布苏病毒抗体的快速定性和定量检测，是鸭感染坦布苏病毒时大规模血清学流行病学调查和鸭坦布苏病毒疫苗抗体检测的首选工具之一。	已经取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。	本试剂盒的成功研制和应用，填补了国际空白。结合公司前期研制的“鸭坦布苏病毒病灭活疫苗（HB 株）”（国家一类新兽药）以及“鸭坦布苏病毒血凝抑制试验抗原、阳性血清与阴性血清”（国家一类新兽药）系列产品，公司开发的鸭坦布苏病毒病防控技术，处于世界领先水平。
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rSD57 株+rFJ56 株，H7N9rGD76 株）	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于预防由 H5 亚型 2.3.2.1d 分支、2.3.4.4d 分支和 H7 亚型禽流感病毒引起的高致病性禽流感。	已经取得《新兽药注册证书》，目前已获得产品批文。	该产品能够有效针对当前流行的 Clade 2.3.2.1d 和 Clade 2.3.4.4d 的 H5 亚型禽流感病毒以及 H7N9 亚型高致病性禽流感病毒，具有全禽源、高抗体、高交叉攻毒保护及高安全性等特点，是中国两种用于高致病性禽流感防控的疫苗之一。该产品的成功研制有效解决当前 H5、H7 亚型高致病性禽流感病毒的防控难题，为我国养禽业的健康发展提供有效的技术支撑，有利于进一步提升公司市场竞争力。
犬瘟热、细小	取得《新兽药注册证	已经取得临床	本产品采用国内流行毒株致弱，具有免疫效果好、安全

病毒病、腺病毒病、副流感四联活疫苗	书》和兽药产品批准文号，用于预防犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病和犬副流感。	批件，目前处于临床试验阶段	性好、保存稳定等优点，本产品的研制与开发丰富了公司宠物用疫苗结果，以高标准、高质量的产品满足宠主对各类疫病的防疫需求，对公司服务宠物保健市场具有重要的社会意义和经济意义。
猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于预防猫鼻气管炎、杯状病毒病和泛白细胞减少症。	已经取得临床批件，目前处于临床试验阶段	本产品采用国内流行毒株，采用高效浓缩纯化技术和进口佐剂，产品安全、有效。本产品的开发，填补国产猫三联疫苗空白，打破猫用疫苗长期依赖进口的局面，解决较少的获批产品与巨大市场需求市场的矛盾，保障宠物疫苗供给，对公司服务宠物保健市场具有重要的社会意义和经济意义。
吡虫啉莫昔克丁滴剂（犬）	通过比对试验评审，取得兽药产品批准文号，犬、猫专用外用制剂，可绕过肝脏首过效应和胃肠道刺激，防治犬、猫体内外寄生虫感染，一站式解决 28 种寄生虫困扰。	产品已获得批准文号。	该产品处方设计合理，规格涵盖范围广，适用范围全面，同时本品效期内各项指标优良，稳定性强。本次 6 个一致性评价批准文号的获得，使公司宠物驱虫产品管线更具领先性，进一步加速提升公司在宠物外用驱虫市场的核心竞争力及市场份额
吡虫啉莫昔克丁滴剂（猫）	通过比对试验评审，取得兽药产品批准文号，犬、猫专用外用制剂，可绕过肝脏首过效应和胃肠道刺激，防治犬、猫体内外寄生虫感染，一站式解决 28 种寄生虫困扰。	产品已获得批准文号。	该产品处方设计合理，规格涵盖范围广，适用范围全面，同时本品效期内各项指标优良，稳定性强。本次 6 个一致性评价批准文号的获得，使公司宠物驱虫产品管线更具领先性，进一步加速提升公司在宠物外用驱虫市场的核心竞争力及市场份额。
伊维菌素吡喹酮咀嚼片	用于治疗犬线虫感染和绦虫感染。	产品已处于报部审批环节。	伊维菌素吡喹酮咀嚼片扩大了抗虫谱，具有体内外同驱的效果，是一种价格低、适口性好的犬用复方驱虫药，可为我国宠物犬的体内外寄生虫感染提供一种有效防治手段。
新兽药孟布酮合成工艺中试优化及工业化应用	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。	已经取得《新兽药注册证书》，目前处于兽药产品批准文号申请阶段。	孟布酮是一种利胆剂,具有刺激胃肠道分泌的作用,该新兽药的研制成功在填补了我国没有兽用利胆药的空缺,可解决临床上兽医对于动物的消化不良、食欲不振、便秘腹胀等病症的抗生素滥用情况，利于我国限抗政策的实施。
托曲珠利危险工艺微通道技术开发	开发危险工艺安全生产新技术，以技术创新提高安全生产	小试研发	微通道反应技术是国际化工产业转型和我国医药化工产业高质量发展的新方向，可以实现制药现代化，为行业和客户带来潜在利益。微通道加氢技术，能够降低生产风险，提升产品品质，具有绿色、安全、高效、可持续、低能耗的特点。
鸡传染性法氏囊病病 ELISA 抗体检测试剂盒	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于鸡法氏囊病毒血清抗体检测，特异性	已经取得《新兽药注册证书》，目前处于新兽药产品批准文	该试剂盒是国内首个正规注册的鸡传染性法氏囊病检测试剂盒新兽药产品，填补了国内空白。该产品的成功研制，丰富了公司诊断制品产品种类，有助于进一步提升公司市场竞争能力。

	强，敏感性高，检测周期短，易于标准化。	号申请阶段。	
犬细小病毒抗血清	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于紧急预防犬细小病毒病	已经取得《新兽药注册证书》。	该产品注射后可快速被机体吸收（1 个小时可达到血浓度），与病原体结合后能够迅速中和病毒彻底清除病原体对机体的危害，迅速控制犬细小病毒；同时，诱导机体产生内源性干扰素，促进抗体形成，阻止病毒性细胞的复制，从而起到抗感染抗病毒的作用。本产品的研制成功填补公司宠物产品品规，对公司服务宠物保健市场具有重要的社会意义和经济意义。
草鱼维氏气单胞菌败血症灭活疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于预防草鱼维氏气单胞菌病。	已经取得临床批件，目前完成临床试验阶段	该产品主要针对危害我国草鱼养殖业的重要病害—维氏气单胞菌病，建立了从病原分离鉴定、毒力机制研究、疫苗理性设计到产品质量研究的技术链条，为养殖业的绿色高质量发展提供重要技术支撑。对公司服务水产市场具有重要的社会意义和经济意义。
猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号	已经取得《新兽药注册证书》，处于新兽药产品 批准文号申请阶 段。	猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗为公司第一个基因工程亚单位疫苗产品，新产品的成功上市，将为公司打造基因工程表达系统平台奠定坚实基础
吡丙醚	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，驱虫原料药。	已获得新兽 药证书，处于产品转产研究和产 品文号申报阶 段。	吡丙醚是一种昆虫生长调节剂（IGR），为昆虫保幼激素类似物，可使成年跳蚤失去产卵能力 并抑制幼蚤的发育。接触后，通过阻止卵、幼虫和蛹的发育，防止成虫的出现。成年跳蚤接触、摄入后，在卵成熟和产卵前可抑制虫卵的发育，可阻止跳蚤卵和幼虫侵染动物，防止二次感染。吡丙醚兽用原料为瑞普生物自主研发具有自主知识产权的兽用新原料，在兽药上的 获批，正式结束了国内兽药无吡丙醚合规原料使用的现状，同时对公司在驱虫产品布局上具有长远意义
非泼罗尼吡丙醚滴剂	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于驱杀犬体表的跳蚤成虫、幼虫、卵和蜱。	已获得新兽药证书，处于产品转产研究和产 品文号申报阶段。	非泼罗尼吡丙醚滴剂含有非泼罗尼和吡丙醚两种驱虫活性成份，两种成份在驱虫作用机制上互补：合用的驱虫效果优于其中任一成份单独治疗，且滴剂对宠物主而言给药便利，节约成本，具有很大的临床优势与宠物药经济学优势。
禽腺病毒卵黄抗体	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于预防 I 群 4 型禽腺病毒。	已经取得临床批件，目前处于临床试验阶段	该产品注射后可快速被机体吸收（1 个小时可达到血浓度），与病原体结合后能够迅速中和病毒彻底清除病原体对机体的危害，迅速控制 I 群 4 型禽腺病毒；同时，诱导机体产生内源性干扰素，促进抗体形成，阻止病毒性细胞的复制，从而起到抗感染抗病毒的用。本产品的研制成功填补公司治疗性抗体产品品规，对公司服务大客户具有重要的经济意义。
重组鸡α-干扰素口服液	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于鸡传染性法氏囊病的紧急预防。	已经取得临床批件，目前处于临床试验阶段	该产品为口服用干扰素，用于鸡传染性法氏囊病的紧急预防。本品有效成分是基因工程技术生产的重组干扰素，具有抗病毒、抗肿瘤、细胞生长调节和激活免疫物质的作用，具有抗原性弱，无变态反应原性，无毒性，

			无残留；本产品的研制成功填补公司细胞因子方向鸡的干扰素产品品规，对公司服务大客户具有重要的经济意义。
小鹅瘟、鹅 星状病毒二 联卵黄抗体	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于紧急预防由小鹅瘟病毒引起的小鹅瘟 病及由鹅星状病毒引起的鹅痛风。	已经取得临床批件，目前处于临床试验阶段	该产品注射后可快速被机体吸收（1 个小时可达到血浓度），与病原体结合后能够迅速中和病毒彻底清除病原体对机体的危害，迅速控制小鹅瘟病毒和鹅星状病毒；同时，诱导机体产生内源性干扰素，促进抗体形成，阻止病毒性细胞的复制，从而起到抗感染抗病毒的作用。本产品的研制成功填补公司水禽治疗性抗体产品品规，对公司服务大客户具有重要的经济意义。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 产品矩阵全面，质量有所保障

3.3.1 积极完善产品结构，拳头产品初露锋芒

畜牧业的疫病防治是一项复杂的系统工程，单独使用生物制品或制剂往往不能起到良好的防治效果，只有将疫苗预防、药物预防、生物治疗、药物治疗、功能添加剂辅助等不同类别、多种产品科学地结合起来，互相补充，才能优化整体防控效果。公司在生物制品和制剂领域均具有较强竞争优势，产品涵盖猪、鸡、水禽、牛、羊和宠物用药品、疫苗、消毒剂、清洗剂和功能性添加剂等多个领域，是国内兽药行业产品最齐全的企业之一。

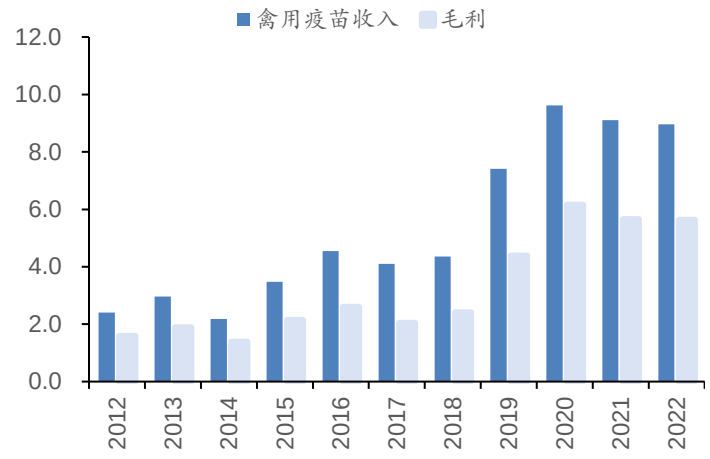
禽类方面，家禽业务是公司的重要收入源。公司禽类产品种类丰富，其中，禽类疫苗凭借其高毛利水平，为公司贡献了较大的业绩增量。2012-2022 年，公司禽用疫苗收入从 2.41 亿元增长至 8.96 亿元，复合年增长率 14%。

图表 67 公司禽类重点产品

产品类别		产品名称
禽类	疫苗	重组禽流感病毒（H5+H7)三价灭活苗、重组新城疫禽流感（H9）二联灭活苗、鸡新城疫传染性支气管炎二联活疫苗、鸡马立克疫苗、鸡传染性鼻炎灭活疫苗、鸡新城疫传染性法氏囊病二联灭活苗、鸡传染性法氏囊病精制卵黄抗体、鸭坦布苏疫苗、小鹅瘟精制卵黄抗体、鸭传染性浆膜炎灭活疫苗、鸭病毒性肝炎精制卵黄抗体、鸭瘟活疫苗
	化药	氟苯尼考可溶性粉、复方阿莫西林可溶性粉、替米考星溶液、注射用头孢噻钠、癸氧喹酯干混悬剂、酒石泰万菌素预混剂

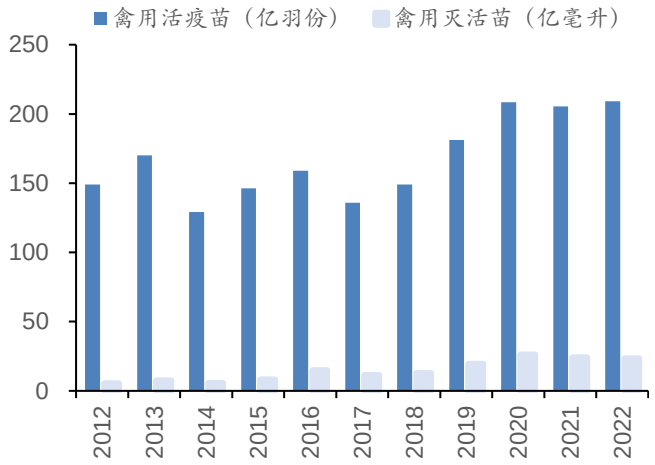
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 68 2012-2022 年公司禽用疫苗收入及毛利（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 69 2012-2022 年公司禽用疫苗销量

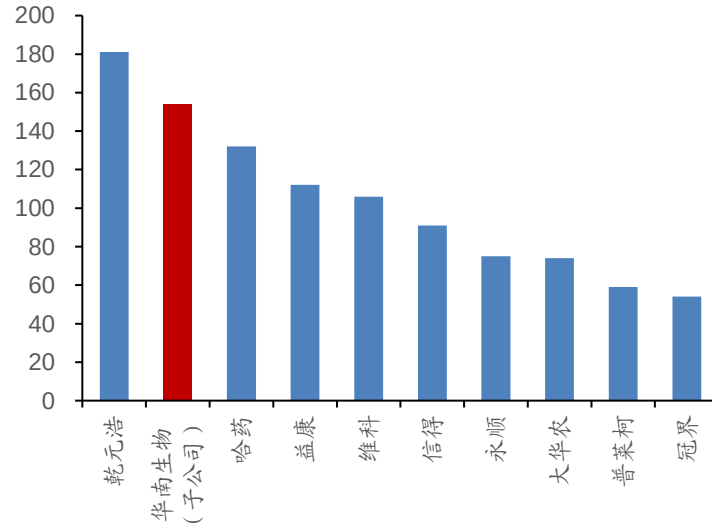


资料来源：wind，华安证券研究所

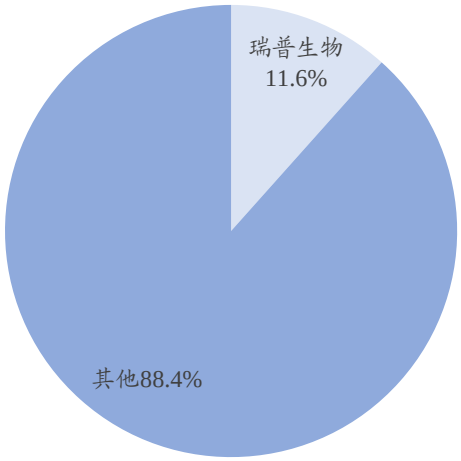
拳头产品领先优势明显，公司拥有系列拳头产品包括重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗、H9 亚型禽流感疫苗产品线系列。禽流感病毒属于 RNA 病毒，因其特殊的结构，具有周期性显著变化的能力，可以在短期内发生基因重组，从而出现抗原性的转换和漂移。由于病毒变异的发生，我国禽流感疫苗于 2019 年更换毒株，实现产品升级。2021 年，公司旗下子公司华南生物获得了重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rSD57 株+rFJ56 株，H7N9 rLN79 株）的批准文号，未来有望持续贡献业绩增量，推动禽流感疫苗市场的产品升级。

2023 年，公司在家禽板块将推出新支二联活疫苗 LaSota+LDT3，鼻支二联灭活疫苗等新产品，建立高品质、多元化、全品类的产品矩阵。水禽板块，公司已经与国内头部水禽养殖集团形成战略合作，产品端将推出黄病毒活疫苗等新产品，另外，公司将继续扩张渠道覆盖率，持续赋能经销商转型升级，建立更加健全的家禽网络渠道。

图表 70 2021 年各公司重组三价灭活苗批签发数量（批）



图表 71 2021 年公司重组三价灭活苗批签发占比 (%)



资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所　　资料来源：国际兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 72 禽流感重组三价灭活苗区别及获批企业

H5 毒株	H7 毒株	兽药名称	批准企业
H5N1 Re-11 株 Re-12 株	H7N9 H7-Re3 株	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）	乾元浩（中牧旗下）、普莱柯（收购梅里亚）、哈药集团、大华农、永顺生物、辽宁益康、哈维科、易邦生物
		重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（细胞源，H5N1 Re-11 株+Re-12 株，H7N9 H7-Re3 株）	山东信得科技、吉林冠界生物
H5N2 rSD57 株+rFJ56 株	H7N9 rLN79 株	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rSD57 株+rFJ56 株，H7N9 rLN79 株	华南生物

资料来源：大畜牧，华安证券研究所

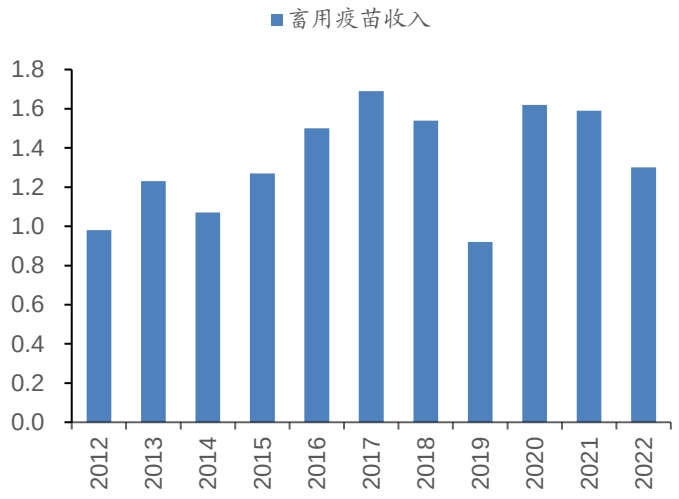
畜用产品方面，公司积极布局家畜业务，不断完善产品矩阵，通过于为客户提供全养殖周期的健康管理方案和差异化服务，得到了大集团客户的信赖和认同，2012-2022 年间，公司畜用疫苗收入由 0.98 亿元上升至 1.3 亿元。2023 年度大集团客户的合作有望取得重要突破，显著提升集团客户粘性。 2023 年，公司将推出猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗、猪圆环病毒亚单位灭活疫苗等新产品，进一步提升畜用疫苗产品的竞争力。

图表 73 公司畜用重点产品

产品类别		产品名称
畜类	疫苗	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗、猪蓝耳疫苗、猪瘟活疫苗、链球菌与副猪嗜血杆菌亚单位疫苗、伪狂犬病疫苗、猪细小病毒病疫苗
	化药	氟苯尼考预混剂、盐酸沃尼妙林预混剂、替米考星肠溶颗粒、头孢噻钠注射液、硫酸头孢喹肟注射液、复方阿维菌素预混剂

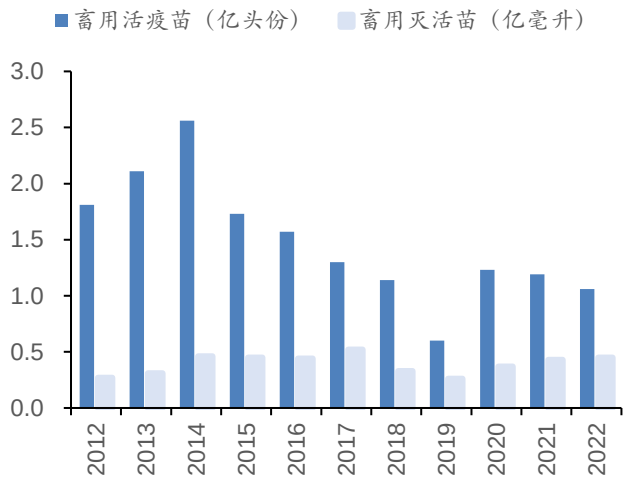
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 74 2012-2022 年公司畜用疫苗收入（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 75 2012-2022 年公司畜用疫苗销量



资料来源：wind，华安证券研究所

先发布局宠物产品，丰富公司产品结构。公司多年布局的宠物板块产品进入收获期，2022 年取得了“克林霉素磷酸酯颗粒”、“伊维菌素吡喹酮咀嚼片”及“非泼罗尼吡丙醚滴剂”三款新兽药注册证书。2022 年推出的宠物体内外同驱的驱虫药“莫普欣”短时间内成为“千万级爆品”，带动公司其他宠物产品的销售，同时，公司已在宠物疫苗、宠物治疗药物、宠物诊断试剂、宠物营养健康等领域前瞻性布局了，产品并持续研发投入，2023 年，宠物板块将推出猫三联灭活疫苗、非泼罗尼吡丙醚滴剂、右美托咪定注射液等新产品。未来将充分结合宠物医生和宠物主的治疗需求，通过经销商、瑞派宠物医院、中瑞供应链等渠道构建的完成产业链生态，持续增加触达终端客户的广度和深度，快速提升市场份额。

图表 76 公司宠物类产品

产品类别		产品名称
宠物	疫苗	宠物狂犬病灭活疫苗、重组犬-α干扰素、猫三联、犬四联疫苗已拿到临床批件
	化药	犬猫吸入麻醉剂异氟烷和七氟烷，注射用硫酸头孢喹肟、头孢噻呋、恩诺沙星注射液、氨苄西林钠、芬苯达唑片、美洛昔康、犬猫心脏病药物盐酸贝那普利咀嚼片、复方制霉菌素软膏、宠物耳道护理液、吡虫啉莫昔克丁滴剂、克林霉素磷酸酯颗粒,驱虫药莫普欣等。
	添加剂类	犬猫关节营养保健片、微生态、美毛膏等。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

驱虫药作为宠物产品中市场份额最高的品类，长期处于进口产品垄断的市场格局。通过大量的研发实验，公司成功推出体内外同驱的重磅单品“莫普欣”，其可以防治犬猫 28 种体内外适应症，对蠕形螨和心丝虫的强力驱杀效果，其安全性强、驱虫谱广、见效快的独特优势也带动公司宠物板块实现超预期表现。2022 年 10 月，公司的新产品

非泼罗尼吡丙醚滴剂成功取得二类新兽药证书，与莫普欣不同的是，同样作为驱虫药，非泼罗尼吡丙醚滴剂主要是对跳蚤幼虫和卵进行针对性作用，通过抑制成虫排卵，或者幼虫发育，从而从根源切除跳蚤感染，二者将从不同的临床应用角度夯实公司在宠物驱虫药部分的领先优势。

图表 77 莫普欣简介

资料来源：淘宝，华安证券研究所

瑞派宠物医院的前瞻性布局，凸显公司宠物板块的先发优势。董事长李守军先生于2012年创立了瑞派宠物医院，目前，公司拥有其9.45%的股权。通过多年的发展壮大，截止2022年底，瑞派宠物医院已经在全国范围内拥有接近600家门店，未来几年预计数量将达到2000家左右，依靠瑞派的影响力，公司在宠物板块率先受益。

2022年，公司与易宠科技、瑞派宠物医院签订战略合作协议，加速B端C端客户的触达，构建宠物领域协同发展生态圈。公司在宠物板块采取“三瑞齐发”的战略布局，未来将充分结合宠物医生和宠物主的治疗需求，通过经销商、瑞派宠物医院、中瑞供应链等渠道构建的完成产业链生态，持续增加终端客户的广度和深度，快速提升市场份额。

图表 78 公司宠物领域生态圈

资料来源：公司公告，华安证券研究所

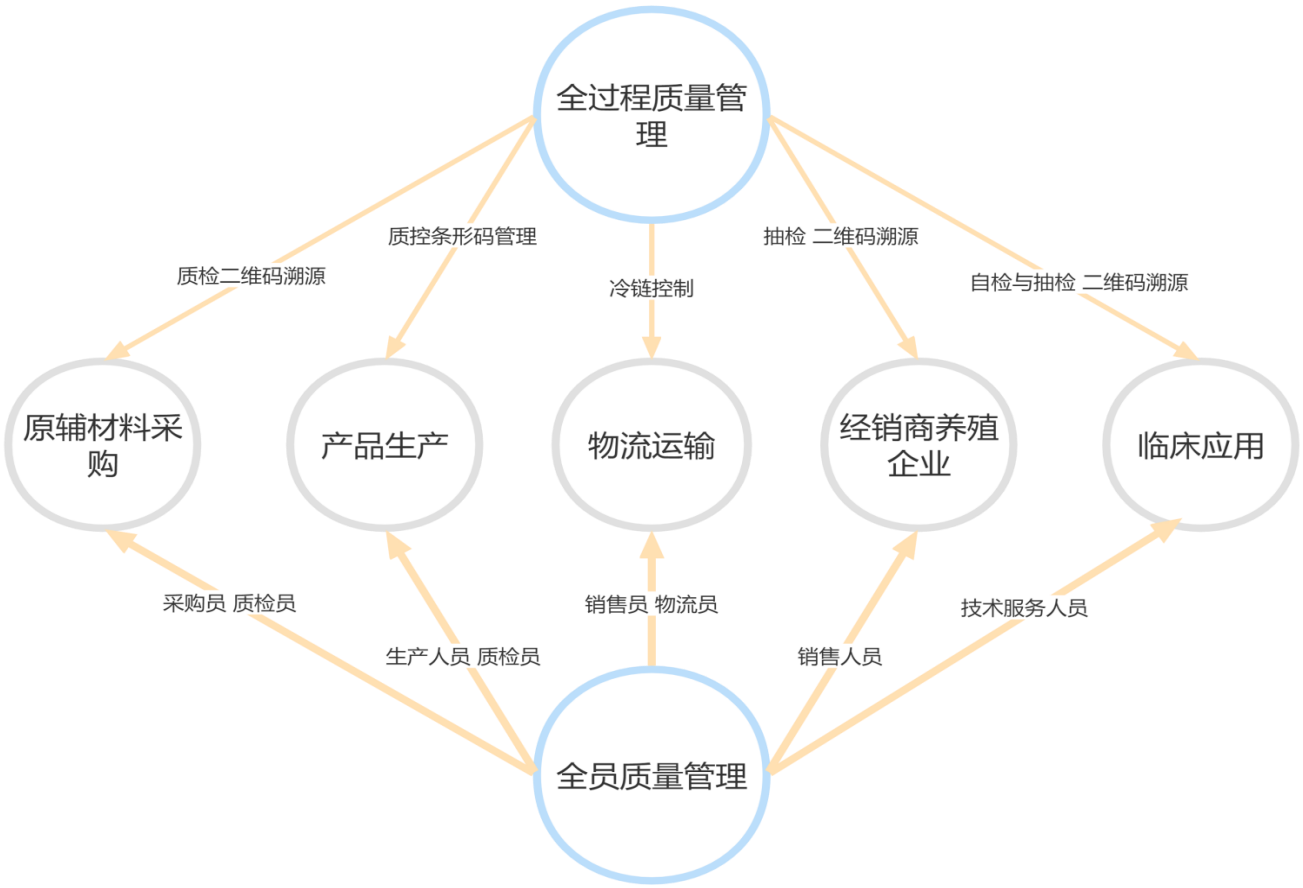
原料药方面，预计 2023 年公司原料药产能将得到完全释放，重点推出孟布酮、头孢噻呋、头孢噻呋钠、吡丙醚等重点新产品，结合已有 6 种产品打造全新产品矩阵，提高市场竞争力。

反刍兽板块，公司成立反刍兽事业部，在营销团队打造、市场布局、产品规划等方面集合优势资源，2023 年，公司将推出山羊痘活疫苗，牛鼻气管炎灭活疫苗等新产品，发挥全产品线优势，快速抢占蓝海市场。

3.3.2 严格把控质量标准，提升产品竞争力

自成立以来，公司始终坚定不移地秉持“产品是人品、质量是诚信”的质量理念，率先在行业内恪守“内控标准高于国家标准 10%，出厂产品 100%合格”的质量方针。目前，公司已有 9 个生产基地获得新版《兽药 GMP 证书》。未来，公司将继续强化质量管理，积极落实“极致高品质，优质快响应，质量零缺陷，事故必买单”，将新版兽药 GMP 软件做硬，实现管理体系的迭代升级。

图表 79 公司质量管理体系



资料来源：公司公告，华安证券研究所

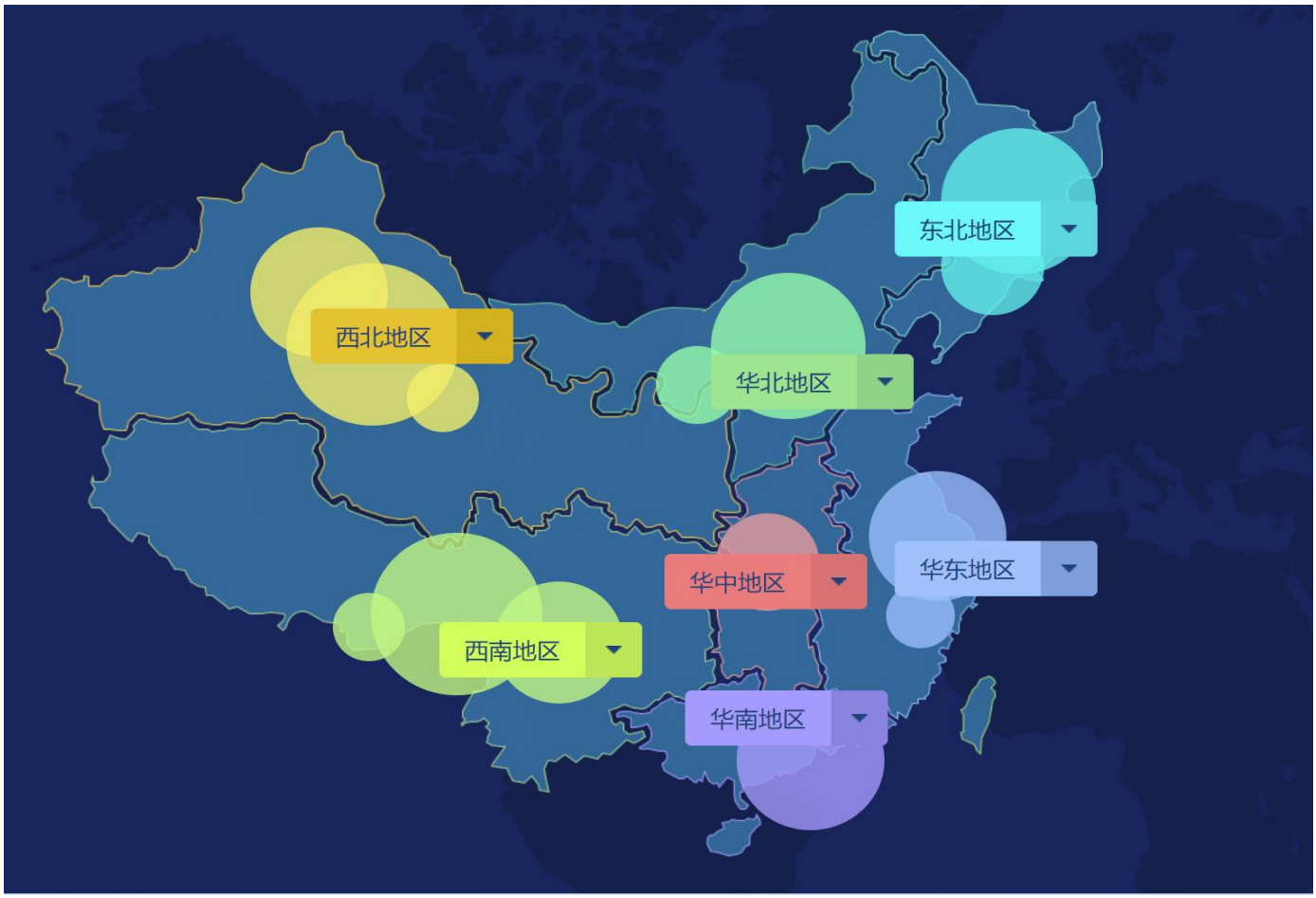
3.4 营销网络覆盖范围广泛，多种模式加大拓展力度

3.4.1 销售体系成熟，区域均衡发展

公司营销网络遍布全国 31 个省市，覆盖不同类型养殖场。从地域来看，公司在国内部分的业务可以分为华北、华南、华东、华中、东北、西北和西南各地。华东地区由于充足的经济资源及人口数量优势，使得人们对健康肉制品的需求更高，从而带动公司华东地区的营收。2022 年，华东地区营收可达 6.02 亿元。

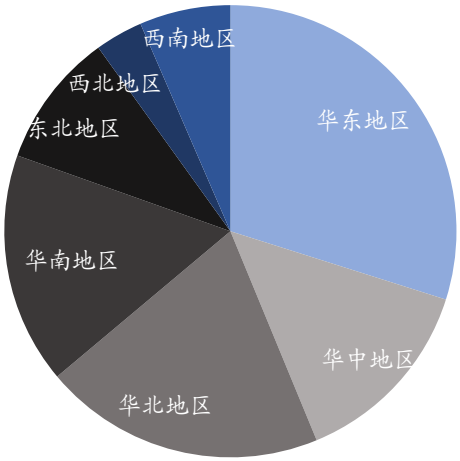
海外业务蓬勃发展，2016 年到 2020 年以来，海外业务均处于稳中有升的状态。2021 年，海外业务有所缩水，主要由于疫情肆虐以及国际形势影响较大。2022 年，公司通过拓展“一带一路”沿线国家动物保健品市场，加大瑞普国际市场布局与投资力度，目前海外业务营收达到 7080 万元。

图表 80 公司营销网络分布



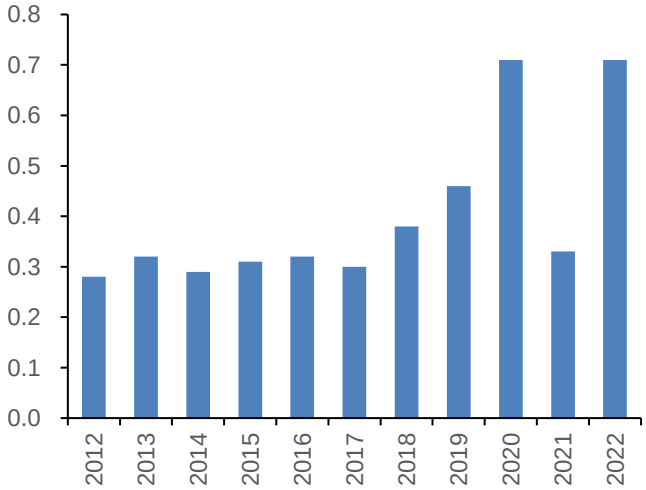
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 81 2022 年公司各区域收入占比（%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 82 2016-2022 年公司海外收入（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.4.2 积极推动渠道拓展，全面提升技术服务

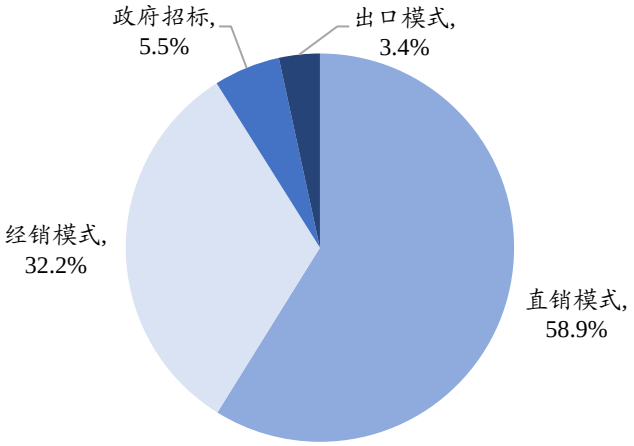
公司的销售渠道主要有大客户直销、经销商渠道、政府招标采购以及出口模式四种，其中，大客户直销是公司最主要的营销方式。

2022 年，公司直销集团客户收入 12.3 亿元，同比增长 5.3%，占总营收比例 58.9%；经销渠道收入 6.7 亿元，占比 32.2%；政府招标 1.2 亿元，占比 5.5%；出口业务 7,080 万元，同比增长 113.3%，占比 3.4%。

图表 83 2022 年公司各销售模式概况

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 84 2022 年公司各销售模式收入占比（%）



资料来源：公司年报，华安证券研究所

大客户直销方面，随着养殖行业集中度不断提升，大集团的规模化养殖更加注重疫病防控工作，使得大型养殖场和头部动保企业的合作关系日趋紧密。目前，公司已与多个头部集团建立战略合作伙伴关系，家禽方面，公司锁定 TOP300，家畜方面，锁定 TOP200 的大型养殖厂和养殖集团，统筹开拓大客户资源，为客户提供多维度的优质服务。

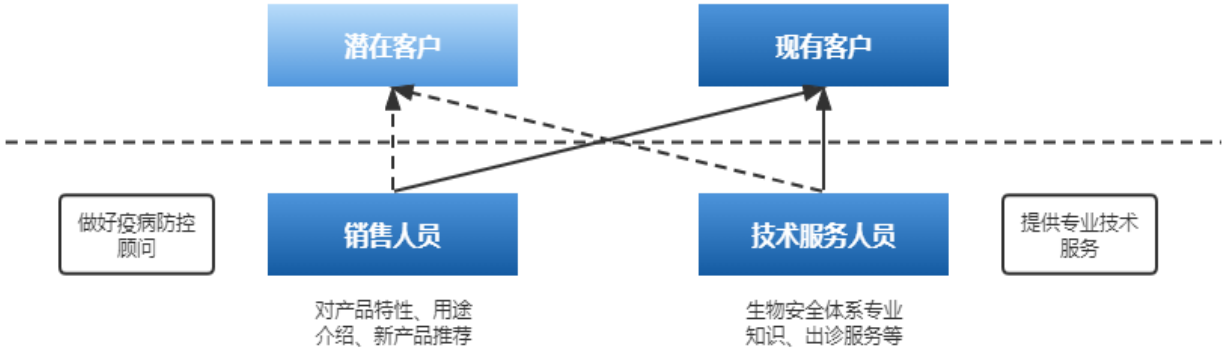
图表 85 公司部分大客户

资料来源：公司官网，华安证券研究所

经销商渠道方面，公司形成了“销售人员+技术行销人员”双向赋能的经销商模式，

不断开拓市场。针对多地散发存在的中小型养殖厂，公司将继续加大渠道下沉力度，完善云贵川渝等省份养殖重点县的营销网络，充分展示公司强劲的市场竞争力和品牌影响力。

图表 86 公司销售模式



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

政府招标部分，公司销售中心专门设立了商务招标部门，负责各省政府采购的投标工作。2022 年，公司的重组禽流感三价灭活苗以其对禽流感毒株的超高的免疫保护效果，已被列入国家批准使用的政府招标疫苗名录。

4 盈利预测、估值及投资评级

4.1 盈利预测

（1）禽用疫苗

公司目前主要禽用疫苗品类有高致病性禽流感疫苗、新支疫苗、禽马利克氏疫苗等，2022 年公司禽用疫苗收入达 8.96 亿元，占比 42.97%。2023 年，公司将推出新支二联活疫苗 LaSota+LDT3，鼻支二联灭活疫苗等新产品，建立高品质、多元化、全品类的产品矩阵，通过“高性价比产品+疫病防控综合解决方案”持续提高养殖企业疫病综合防控水平。此外，公司继续扩张渠道覆盖率，持续赋能经销商转型升级，家禽网络渠道更加健全。随着蛋鸡、肉鸡养殖行情整体趋好，将推动公司家禽板块经营持续向好。我们预计，公司禽用疫苗 2023-2025 年收入为 10.30 亿元、11.84 亿元、13.62 亿元；同比增速分别为 15.0%、15.0%、15.0%。

（2）畜用疫苗

公司主要畜用疫苗品类有**蓝耳疫苗、猪瘟疫苗、猪圆环疫苗、猪乙脑苗和腹泻苗等**。2022 年下游养殖业亏损严重，养殖户用苗意愿不高，公司畜用疫苗销量出现一定程度下滑。公司在家畜集团客户深耕多年，致力于为客户提供全养殖周期的健康管理方案和差异化服务，得到了大集团客户的信赖和认同，2023 年度大集团客户的合作将取得重要突破，显著提升集团客户粘性。同时，公司 2023 年将推出猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗、猪圆环病毒亚单位灭活疫苗等新产品，产品竞争力将进一步提升。我们预计，公司畜用疫苗 2023-2025 年收入为 1.36 亿元、1.50 亿元、1.65

亿元；同比增速分别为 5%、10%、10%。

（3）原料药及制剂

原料药方面，随着公司瑞普空港“新版 GMP 升级扩产工程”、瑞普西青“天然植物产业基地”、原料药湖北龙翔的搬迁等十大生产基地产能扩张的初步完成，2023 年公司原料药产能将完全释放，即将推出孟布酮、头孢噻呋、头孢噻呋钠、吡丙醚等重点新产品，结合已有 6 种产品打造全新产品矩阵。

宠物药方面，公司多年布局的宠物板块产品进入收获期，2022 年取得了“克林霉素磷酸酯颗粒”、“伊维菌素吡喹酮咀嚼片”及“非泼罗尼吡丙醚滴剂”三款新兽药注册证书，成功打造“千万级爆品”驱虫药“莫普欣”，随着“三瑞齐发”战略布局的持续推进，宠物药市场份额将快速提升。

我们预计，公司原料药及制剂 2023-2025 年收入 12.66 亿元、14.69 亿元、16.89 亿元，同比增速为 24.3%、16.0%、15.0%。

图表 87 公司收入成本预测表（单位：百万元、%）

合计	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,189.9	1,466.6	2,000.4	2,007.1	2,084.3	2,432.1	2,802.9	3,216.0
yoy	13.6%	23.3%	36.4%	0.3%	3.8%	16.7%	15.2%	14.7%
营业总成本	593.6	699.2	919.4	967.4	1,074.6	1,201.5	1,367.4	1,570.2
毛利率	50.1%	52.3%	54.0%	51.8%	48.4%	50.6%	51.2%	51.2%
毛利	596.3	767.4	1,081.0	1,039.8	1,009.6	1,230.6	1,435.5	1,645.8
yoy	7.4%	28.7%	40.9%	-3.8%	-2.9%	21.9%	16.7%	14.6%
1、禽用疫苗	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
收入	435.2	740.9	961.7	910.3	895.6	1,030.0	1,184.5	1,362.2
yoy	6.1%	70.3%	29.8%	-5.4%	-1.6%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	192.7	302.0	345.5	344.2	331.9	381.1	438.3	504.0
毛利率	55.7%	59.2%	64.1%	62.2%	62.9%	63.0%	63.0%	63.0%
毛利	242.5	439.0	616.2	566.1	563.8	648.9	746.2	858.2
yoy	18.4%	81.0%	40.4%	-8.1%	-0.4%	15.1%	15.0%	15.0%
2、畜用疫苗	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
收入	154.0	91.7	162.1	142.1	129.6	136.1	149.7	164.7
yoy	-8.7%	-40.4%	76.7%	-12.4%	-8.8%	5.0%	10.0%	10.0%
成本	25.4	33.3	56.0	53.2	42.1	43.6	47.9	52.7
毛利率	83.5%	63.7%	65.4%	62.6%	67.6%	68.0%	68.0%	68.0%
毛利	128.6	58.5	106.1	88.9	87.6	92.6	101.8	112.0
yoy	2.4%	-54.5%	81.4%	-16.2%	-1.5%	5.7%	10.0%	10.0%
3、原料药及制剂	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
收入	572.7	634.4	885.3	946.1	1,018.6	1,266.0	1,468.7	1,689.1
yoy	17.2%	10.8%	39.5%	6.9%	7.7%	24.3%	16.0%	15.0%
成本	354.2	379.3	503.0	544.8	625.0	776.8	881.2	1,013.5
毛利率	38.2%	40.2%	43.2%	42.4%	38.6%	38.6%	40.0%	40.0%
毛利	218.5	255.1	382.3	401.3	393.6	489.2	587.5	675.6
yoy	6.3%	16.8%	49.8%	5.0%	-1.9%	24.3%	20.1%	15.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 投资建议

公司是我国兽用疫苗行业龙头企业，政策上将充分受益疫苗行业系统性升级和市场苗快速发展，从行业趋势看，将受益于疫苗景气度快速提升。2022 年度，公司借新版 GMP 契机对生产基地进行产能扩建，瑞普空港“新版 GMP 升级扩产工程”、瑞普西青“天然植物产业基地”、瑞普东丽“国际标准制剂自动化基地”、湖南中岸“浏阳移址扩建工程”，及湖北龙翔、瑞普保定、华南生物、山西瑞象、内蒙大地等升级工程全面完成，产能大幅提高，原料药产能将完全释放，打造全新产品矩阵。公司在宠物产品上已经布局蓄能多年，通过与瑞派宠物医院、中瑞供应链的战略合作，同时布局全国经销商渠道，加速对 B 端与 C 端客户的触达。

我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 24.32 亿元、28.03 亿元、32.16 亿元，同比增长 16.7%、15.2%、14.7%，对应归母净利润 4.66 亿元、6.03 亿元、7.46 亿元，同比增速为 34.4%、29.5%、23.7%，对应 EPS 分别为 1.00 元、1.29 元、1.59 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

疫苗政策变化；动物疫病；产品研发风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3093	3624	4505	5134
现金	384	732	1102	1617
应收账款	743	609	949	838
其他应收款	36	58	51	74
预付账款	22	24	27	31
存货	367	434	478	569
其他流动资产	1541	1767	1899	2004
非流动资产	3013	2974	2929	2881
长期投资	377	377	377	377
固定资产	1188	1127	1060	985
无形资产	259	261	265	272
其他非流动资产	1189	1208	1227	1247
资产总计	6106	6598	7435	8015
流动负债	1310	1350	1598	1287
短期借款	667	732	744	632
应付账款	329	263	416	217
其他流动负债	314	355	437	437
非流动负债	295	245	183	269
长期借款	191	135	69	165
其他非流动负债	104	110	113	105
负债合计	1605	1594	1781	1556
少数股东权益	280	316	363	421
股本	468	468	468	468
资本公积	2203	2203	2203	2203
留存收益	1551	2017	2620	3366
归属母公司股东权	4222	4688	5291	6037
负债和股东权益	6106	6598	7435	8015

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	389	563	608	741
净利润	374	503	651	804
折旧摊销	116	82	87	95
财务费用	28	30	32	30
投资损失	-4	0	0	0
营运资金变动	-95	-52	-162	-189
其他经营现金流	440	555	813	993
投资活动现金流	-1245	-200	-156	-170
资本支出	-372	-43	-43	-47
长期投资	-909	-157	-114	-123
其他投资现金流	37	0	1	0
筹资活动现金流	-48	-15	-82	-56
短期借款	76	66	12	-112
长期借款	101	-56	-66	95
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-20	0	0	0
其他筹资现金流	-205	-25	-29	-39
现金净增加额	-904	348	369	515

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表 单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2084	2432	2803	3216
营业成本	1075	1201	1367	1570
营业税金及附加	20	24	27	31
销售费用	344	365	394	425
管理费用	143	150	157	165
财务费用	17	25	23	16
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	51	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
营业利润	417	558	723	894
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	414	558	723	894
所得税	40	56	72	89
净利润	374	503	651	804
少数股东损益	27	36	47	58
归属母公司净利润	347	466	603	746
EBITDA	495	666	832	1005
EPS（元）	0.75	1.00	1.29	1.59

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	3.8%	16.7%	15.2%	14.7%
营业利润	-16.6%	34.0%	29.5%	23.7%
归属于母公司净利	-16.0%	34.4%	29.5%	23.7%
获利能力				
毛利率（%）	48.4%	50.6%	51.2%	51.2%
净利率（%）	16.6%	19.2%	21.5%	23.2%
ROE（%）	8.2%	9.9%	11.4%	12.4%
ROIC（%）	6.4%	8.9%	10.3%	11.2%
偿债能力				
资产负债率（%）	26.3%	24.2%	23.9%	19.4%
净负债比率（%）	35.7%	31.9%	31.5%	24.1%
流动比率	2.36	2.69	2.82	3.99
速动比率	2.04	2.31	2.44	3.50
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.38	0.40	0.42
应收账款周转率	3.17	3.60	3.60	3.60
应付账款周转率	3.91	4.06	4.03	4.96
每股指标（元）				
每股收益	0.75	1.00	1.29	1.59
每股经营现金流	0.83	1.20	1.30	1.58
每股净资产	9.02	10.02	11.31	12.90
估值比率				
P/E	24.85	21.74	16.79	13.58
P/B	2.06	2.16	1.92	1.68
EV/EBITDA	18.60	15.45	11.86	9.29

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。