

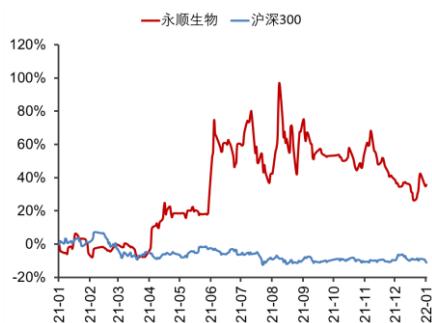
深耕兽用生物制品，研发创新打造核心竞争力

投资评级：无评级

报告日期：2022-01-06

收盘价（元）	14.39
近 12 个月最高/最低（元）	21.47/9.59
总股本（百万股）	273.35
流通股本（百万股）	78.56
流通股比例（%）	29.35
总市值（亿元）	39.34
流通市值（亿元）	11.55

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

主要观点：

- 专注兽用生物制品，猪瘟疫苗龙头企业。

公司成立于 2002 年，是一家集兽用生物制品研发、生产、销售和技术服务为一体的生物医药企业，主营重大动物疫病疫苗和一般动物疫病疫苗的研发、生产、销售、服务，以及动物疫病疫苗的生产技术转让。公司产品及服务种类齐全，包括猪用活疫苗、禽用灭活疫苗及其他疫苗产品。2018-2021H1 公司主要产品总营收分别为 3.91 亿元、3.31 亿元、3.33 亿元和 2.86 亿元。其中，猪用活疫苗为公司主要收入来源，销售收入分别为 2.66 亿元、1.51 亿元、1.9 亿元和 9971.4 万元，占比为 68.09%、45.44%、57.13% 和 53.01%。

- 兽用疫苗市场发展快速，国内市场前景广阔。

近年来，随着国内畜牧业规模化、集约化养殖进程不断加快，疫病防控风险加大，养殖企业和养殖户对于动物疫病的防治日益重视，推动了国内兽用生物制品行业的快速发展。与此同时，政府对于兽用生物制品的监管也愈发完善与严格，2020 年上半年农业农村部颁布了《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》（新版兽药 GMP），新版兽药 GMP 对兽药生产的全过程提出了更加严格质控要求，进一步提高了行业的准入门槛，监管的趋严会使兽药行业的发展更规范，其中对兽药质量标准的制定，会使部分没有足够研发能力的兽药企业面临淘汰出局或被收购的情况，将有效遏制低水平重复建设，提高产业集中度。

- 重视研发投入，布局核心产品。

公司深耕兽用生物制品多年，始终坚持以技术研发为核心竞争力，技术储备丰富。公司坚持自主创新与合作研发相结合，研发的多款产品填补了国内外兽用疫苗的空白。目前已取得 16 项新兽药注册证书，9 项国家发明专利。公司核心产品市场地位突出，猪瘟疫苗产品与高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗的市场份额均处于全国领先水平。其中公司在国内首创的猪瘟活疫苗（传代细胞源）为行业内标杆产品，其产品质量标准和生产规程由公司联合中监所研发制定，作为该产品的行业首家生产企业，疫苗产品稳定的质量和优良的效价受到全市场的广泛认可。

- 风险提示

下游波动导致业绩波动风险、政策变化风险、市场竞争风险、产品研发风险等。

相关报告

无。

正文目录

1 专注兽用生物制品，猪瘟疫苗龙头企业	4
1.1 深耕兽用生物制品，专利储备充足	4
1.2 公司产品种类丰富，布局综合	5
1.3 营收持续稳定增长，毛利率维持在较高水平	9
2 兽用疫苗市场发展快速，国内市场前景广阔	10
2.1 行业监管趋于严格，行业集中度有望提升	12
2.2 养殖业规模扩大，兽用疫苗需求提升	14
2.3 政府政策推动兽用生物制品市场化发展	17
3 把握研发优势，布局核心产品	17
3.1 重视研发投入，技术储备丰富	17
3.2 核心产品业绩突出，进一步布局疫苗产业	19
3.3 渠道布局完善，打造优质品牌形象	20
风险提示：	20

图表目录

图表 1 公司主要产品的基本情况	4
图表 2 公司前十名股东持股情况（截至 2021 年 9 月 30 日）	4
图表 3 公司主要产品的具体情况	5
图表 4 公司主要产品	6
图表 5 2018- 2021H1 公司主营业务收入（按产品分）（单位：万元）	8
图表 6 2020 年公司营业收入区域分布	9
图表 7 2018-2021Q3 公司主营业务收入及增速（亿元）	9
图表 8 2018-2021Q3 公司归母净利润及增速（亿元）	9
图表 9 2016-2021Q3 毛利率净利率表现（%）	10
图表 10 2016-2021Q3 费用率表现（%）	10
图表 11 2018-1H2021 公司主营业务产品毛利率情况	10
图表 12 动物疫苗分类	11
图表 13 2016-2022 年我国兽用疫苗销售额预测趋势图（单位：亿元）	12
图表 14 2020 年我国兽用疫苗按动物分类销售占比统计情况	12
图表 15 2019-2021 年兽药监管相关政策	13
图表 16 2019 年动保行业龙头企业营业收入及市占率	14
图表 17 兽用疫苗行业产业链	15
图表 18 2016-2020 我国生猪存栏量（单位：百万头）	16
图表 19 2014-2018 年我国家禽出栏量（单位：亿只）	16
图表 20 国内强制和非强制免疫兽用生物制品销售量占比	17
图表 21 公司产品发展阶段	18
图表 22 可比上市公司合作研发新兽药证书数量	19
图表 23 2017-2020 年公司研发费用及研发费用率	19
图表 24 2020 年兽药行业上市公司研发费用率对比	19
图表 25 2017-2018 年公司核心产品市场份额及排名	20

1 专注兽用生物制品，猪瘟疫苗龙头企业

1.1 深耕兽用生物制品，专利储备充足

广东永顺生物制药股份有限公司成立于 2002 年，是一家集兽用生物制品研发、生产、销售和技术服务为一体的生物医药企业，是广东省重点农业龙头企业、广州市农业龙头企业，主营重大动物疫病疫苗和一般动物疫病疫苗的研发、生产、销售、服务，以及动物疫病疫苗的生产技术转让。公司产品以猪用疫苗和禽用疫苗为主，主要产品基本分为两类：重大动物疫病疫苗和一般(非重大动物)动物疫病疫苗。

图表 1 公司主要产品的基本情况

疫苗分类	产品	特点
重大动物疫病疫苗	高致病性禽流感灭活疫苗、高致病性猪繁殖与呼吸综合征(高致病性猪蓝耳病)疫苗、猪瘟活疫苗等	通过自主研发和产品技术转让等方式取得技术，由国家监管部门批准生产，产品列入国家动物疫病强制免疫计划，参与政府采购。
一般(非重大动物)动物疫病疫苗	猪伪狂犬病活疫苗、猪圆环病疫苗、新城疫疫苗、鸡法氏囊疫苗、猪链球菌活疫苗、猪肺疫活疫苗、猪多杀性巴氏杆菌病活疫苗、鸡毒支原体活疫苗等	根据市场需求，通过自主研发和产品技术转让等方式，取得生产许可，自主销售。

资料来源：Wind，华安证券研究所

公司自 2002 年成立起，一直致力于动物生命健康和人类食品卫生安全事业。公司总占地面积 40000 平方米，建有禽流感灭活疫苗车间、普通灭活疫苗车间及活疫苗车间共 16 条生产线（含诊断试剂），疫苗年产达 150 亿头（羽）份。

2008 年，公司与中监所联合研发推出新产品猪瘟活疫苗(传代细胞源)，该产品系国内首创，填补了国内使用传代细胞生产猪瘟活疫苗的空白。2012 年，公司取得该产品的新兽药证书。至今，公司申请发明专利 20 多项，获授权 9 项，授权实用新型专利 8 项；拥有新兽药证书 16 项，生产批文近 40 项，实现新产品产业化 20 项；参与研发成功并制定国家兽用生物制品生产规程与质量标准 17 项。

公司股权结构较为稳定，截止 2021 年 9 月 30 日，公司前十名股东合计持有公司 2.2 亿股，占公司总股份比例为 81.13%。

图表 2 公司前十名股东持股情况（截至 2021 年 9 月 30 日）

序号	持有人名称	数量（万股）	占比（%）	股份性质
1	广东省现代农业集团有限公司	10,678.08	39.06	境内非国有法人
2	广东省农科资产经营有限公司	5,387.20	19.71	境内国有法人
3	广东省农业科学院动物卫生研究所	3,080.00	11.27	境内国有法人
4	广州德福投资咨询合伙企业	1,337.68	4.89	私募基金
5	共青城拓海鸿方投资管理	531.74	1.95	私募基金

有限公司

6	蔡建平	356.97	1.31	境内自然人
7	深圳旌阁二号股权投资基金合伙企业	308.35	1.13	私募基金
8	张健麒	168.50	0.62	境内自然人
9	房宜康	165.00	0.60	境内自然人
10	方正证券投资有限公司	164.55	0.60	境内非国有法人
	合计	22,178.06	81.13	—

资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 公司产品种类丰富，布局综合

公司产品及服务种类齐全，包括猪用活疫苗、禽用灭活疫苗及其他疫苗产品；主要服务系兽用生物制品的技术转让服务。公司产品可以分为猪用疫苗，禽用疫苗和水产疫苗。公司主要产品包括猪瘟系列，猪蓝耳系列，猪圆环、伪狂犬系列，猪链球菌疫苗系列，禽流感系列和鸡新城疫系列等。

图表3 公司主要产品的具体情况



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 4 公司主要产品

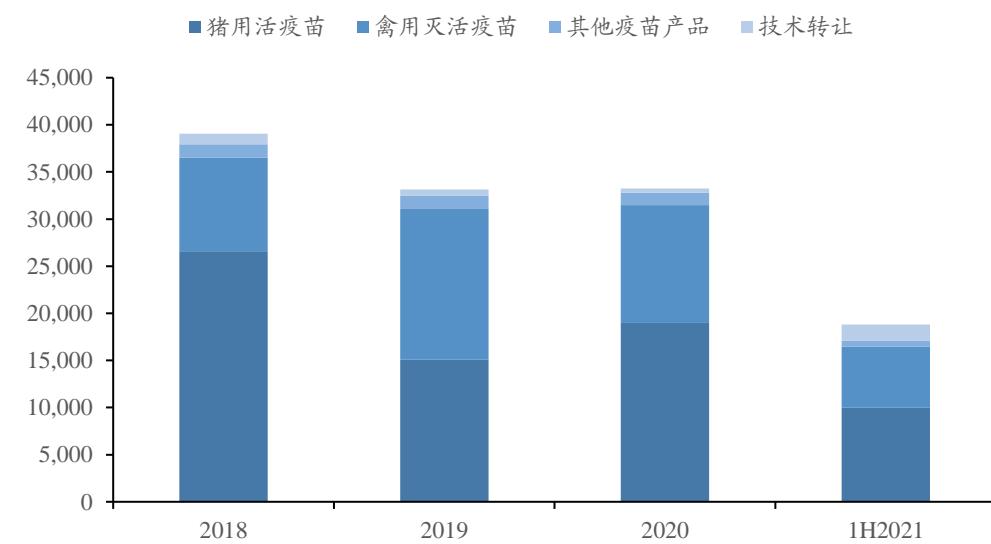
产品系列	产品名称	产品特点	产品作用
猪用疫苗			
猪瘟系列	晶制猪瘟活疫苗(细胞源)	免疫力产生快, 免疫持续期长, 免疫剂量小	用于预防猪瘟
	猪瘟活疫苗(细胞源)	本品含猪瘟病毒兔化弱毒株(CVCC AV1412)。每头份至少含7500个兔体感染量。	
	ST 猪瘟活疫苗(传代细胞源)	含有免疫增强剂和抗过敏成分, 减轻疫苗接种带来的应激与过敏反应, 提高免疫效果	
	猪瘟、猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病三联活疫苗	疫苗抗原浓度高, 无细菌毒素, 免疫效果确实, 副反应小	
猪蓝耳系列	高致病性猪繁殖与呼吸综合症活疫苗(GDr180 株)	高度致弱、安全性更高、免疫原性良好	用于预防高致病性猪繁殖与呼吸综合症(既: 高致病性猪蓝耳病)
	高致病性猪繁殖与呼吸综合症活疫苗(JXA1-R 株)	优选毒株, 免疫原性强, 具有良好的安全性和免疫原性	
伪狂犬、猪圆环系列	“晶制”伪狂犬病活疫苗	免疫接种过敏反应小	用于预防猪、牛和绵羊伪狂犬病
	猪伪狂犬病活疫苗(Bartha-K61 株, 传代细胞源)	安全稳定, 免疫原性好; 质量可控, 纯净无污染, 稳定均一	用于预防猪伪狂犬病
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗(WH 株)	免疫原性好, 注射应激小; 免疫后抗体产生快, 持续期长, 一次免疫即可抵御强毒攻击	用于预防由猪圆环病毒 2 型感染引起的疾病
猪链球菌疫苗系列	败血性链球菌病活疫苗(ST171 株)	疫苗抗原浓度高, 细菌毒素少, 免疫效果确实, 副反应小	用于预防由兰氏 C 群链球菌引起的猪败血性链球菌病
猪用其他疫苗系列	猪巴氏杆菌病(CA 株)活疫苗	疫苗抗原浓度高, 细菌毒素少, 免疫效果确实, 副反应小	用于预防猪多杀性巴氏杆菌病(即 A 型猪肺疫)
	猪多杀性巴氏杆菌病活疫苗(E0630 株)		用于预防猪多杀性巴氏杆菌病(即猪肺疫)
	猪丹毒活疫苗(GC42 株)		用于预防猪丹毒
	猪支原体肺炎活疫苗(RM48 株)	流行株致弱, 针对性强, 安全性高; 抗体产生快, 维持时间长	用于预防猪肺炎支原体引起的猪喘气病。
禽用疫苗			
禽流感系列	鸡新城疫、禽流感(H9 亚型)二联灭活疫苗(La Sota 株+F 株)	种毒免疫原性好, 毒株针对性强, 疫苗安全、稳定、高效	用于预防鸡新城疫和 H9 亚型禽流感病毒引起的禽流感

	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)		用于预防鸡新城疫、传染性支气管炎和由 H9 亚型禽流感病毒引起的禽流感
	重组禽流感病毒 (H5+H7)三价灭 活疫苗(H5N1 Re-11 株 +Re-12 株+H7N9 H7-Re2 株)	迅速保护，抗体产生快，均匀度好，水平高，持续时间长。	用于预防由 H5 亚型 2.3.4.4d 分支、2.3.2.1d 分支和 H7 亚型禽流感病毒引起的禽流感
鸡新城疫系 列	鸡新城疫活疫苗 (La Sota 株)	La Sota 株是目前公认的鸡新城疫低毒力株中免疫原性最好	用于预防鸡新城疫
	鸡新城疫灭活疫苗	种毒效价高，免疫原性良好	用于预防鸡新城疫
	鸡新城疫、传染性 支气管炎二联 活疫苗(La Sota 株+ H120 株)	不但具有鸡新城疫和鸡传染性支气管炎单苗的可靠效力，而且可减少免疫接种的人工费用和鸡群的应激反应。	用于预防鸡新城疫和鸡传染性 支气管炎
	鸡新城疫、传染性 支气管炎、减蛋综合症三联灭活疫苗 (La Sota 株+M41 株+Z16 株)		
	鸡传染性法氏囊 病中等毒力 活疫苗(K85 株)	种毒免疫原性良好，毒株针对性强	用于预防鸡新城疫、传染性支气管炎和减蛋综合征
禽用其他疫 苗系列 1	鸡传染性喉气管 炎活疫苗	安全性高，可作为低(无)母源抗体的 1~4 日龄雏鸡首次免疫的首选疫苗。	用于预防鸡传染性法氏囊病
	鸡传染性鼻炎(A 型)灭活疫苗		
	鸡痘活疫苗(鹌鹑 化弱毒株)	免疫原性好	用于预防鸡传染性喉气管炎
	禽多杀性巴氏杆菌病活疫苗 (G190E40 株)	安全高效	用于预防 A 型副鸡嗜血杆菌引起的鸡传染性鼻炎
	鸡毒支原体活疫苗		
禽用其他疫 苗系列 2	鸭瘟活疫苗	是安全高效的疫苗品种，免疫后 3~4 天，即可产生免疫力。	用于预防鸡痘
水产疫苗			
鱼类疫苗	大菱鲆迟钝爱德 华氏菌活疫苗 (EIBAV1 株)	接种疫苗后无副反应，可使大菱鲆获得坚强的免疫保护。	用于预防由迟钝爱德华氏菌引起的大菱鲆腹水病

资料来源：公司官网，华安证券研究所

分产品看，2018-2021H1 公司 4 类主要产品总收入金额分别为 3.91 亿元、3.31 亿元、3.33 亿元和 2.86 亿元。其中，猪用活疫苗为公司主要收入来源，2018-2020 年及 2021H1 销售收入分别为 26,599.9 万元、15,064.1 万元、18,996.1 万元和 9,971.4 万元，占比为 68.09%、45.44%、57.13% 和 53.01%；2018-2020 年及 2021H1 公司禽用灭活疫苗收入增加，销售收入为 9914.9 万元、16004.66 万元、12481.7 万元和 6509.6 万元，占比分别为 25.38%、48.28%、37.54% 和 34.61%。

图表 5 2018-2021H1 公司主营业务收入（按产品分）（单位：万元）

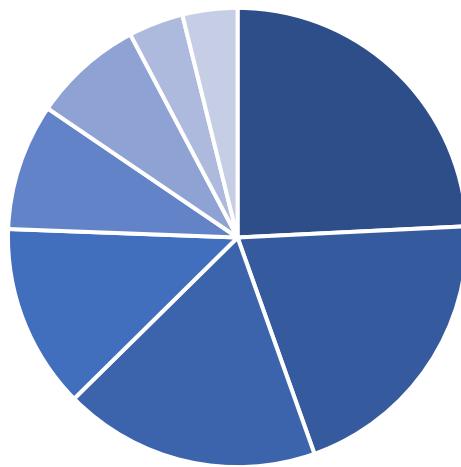


资料来源：wind，华安证券研究所

从产品市场分布来看，公司产品遍及全国，主要市场为华东、华中、华南地区三个区域销售占比超过总销售收入的 50%。同时公司海外市场的布局也取得了较好的进展，以点带面，通过邻国越南为切入点，深耕养殖业量较高的东南亚市场，公司也正在进行在埃及等国的注册工作。未来将以国内市场为主，国外市场有力补充作为经营方向。

图表 6 2020 年公司营业收入区域分布

■ 华南区 ■ 华东区 ■ 华中区 ■ 华北区 ■ 西南区 ■ 东北区 ■ 西北区 ■ 国外

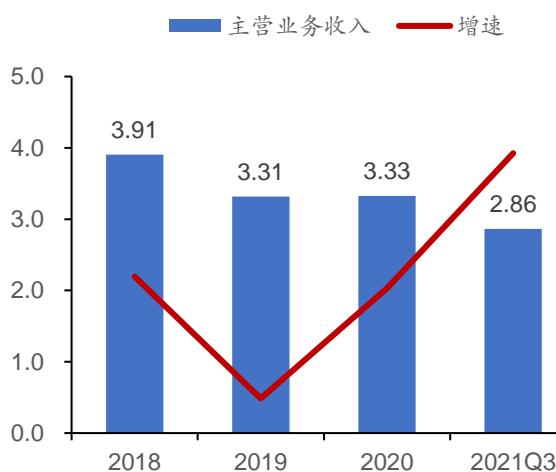


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 营收持续稳定增长，毛利率维持在较高水平

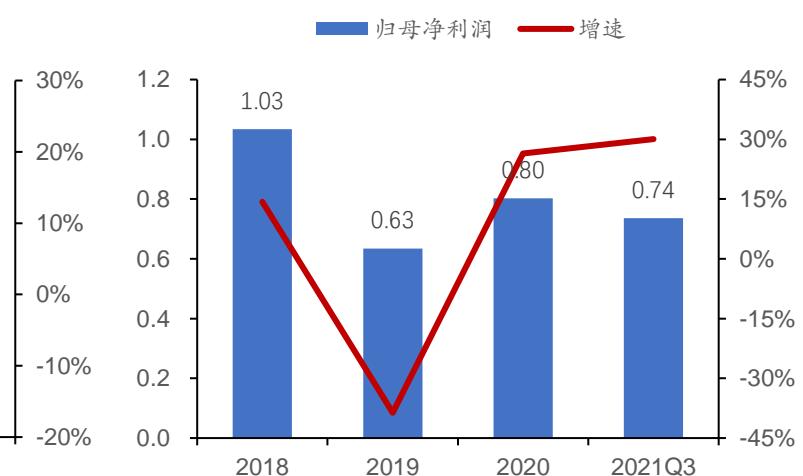
2018 年-2021Q3，公司主营业务收入为 3.91 亿元、3.31 亿元、3.33 亿元和 2.86 亿元，增速分别为 1.95%、-15.15%、0.31% 和 19.25%。2018 年、2019 年、2020 年和 2021Q3，公司归母净利润分别为 1.03 亿元、0.63 亿元、0.80 亿元和 0.74 亿元，增速为 14.27%、-38.64%、26.43% 和 30.05%。

图表 7 2018-2021Q3 公司主营业务收入及增速（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 2018-2021Q3 公司归母净利润及增速（亿元）



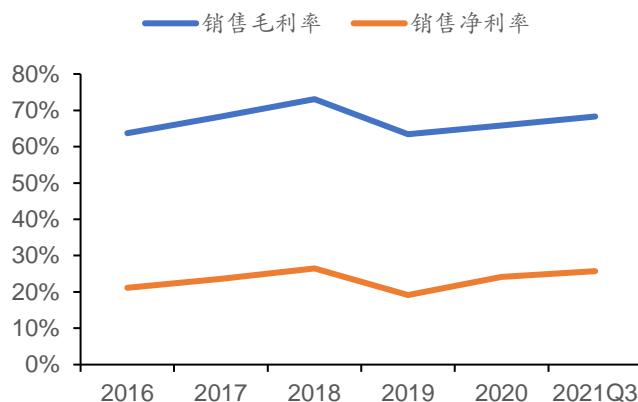
资料来源：wind，华安证券研究所

公司所处生物制药行业，毛利率水平较高。2018-2020 年及 2021H1，公司综合主

营业务毛利率分别为 73.07%、63.42%、65.81% 和 71.31%，处于较高水平。分具体产品来看，除技术转让，猪用活疫苗的毛利率最高，2018-2020 年及 2021H1 分别为 88.32%、84.99%、82.48% 和 85.66%。2019 年受非洲猪瘟的影响，毛利率同比下降了 9.65%。2019 年以后，毛利率重回增长趋势。

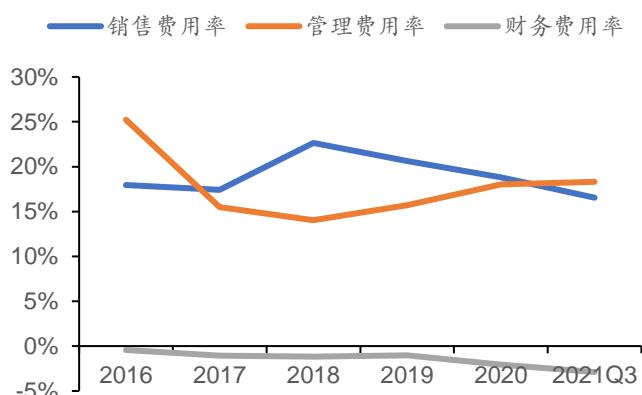
公司费用平衡的较好，销售费用、管理费用支出较为稳定，从 2018 年起，公司销售费用率逐年减少。

图表 9 2016-2021Q3 毛利率净利率表现 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 2016-2021Q3 费用率表现 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 2018-1H2021 公司主营业务产品毛利率情况

产品类别	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1-6 月	
	毛利率 (%)	主营收入占比 (%)	主营收入		毛利率 (%)	主营收入占比 (%)	主营收入	
			毛利	收入			毛利	收入
主营业务毛利	73.07%	100.00%	63.42%	100.00%	65.81%	99.98%	71.31%	99.97%
其中：猪用活疫苗	88.32%	68.09%	84.99%	45.44%	82.48%	57.12%	85.66%	52.99%
禽用灭活疫苗	31.53%	25.38%	42.59%	48.28%	40.80%	37.53%	44.22%	34.60%
其他疫苗产品	56.17%	3.64%	52.57%	4.29%	50.46%	3.95%	42.46%	3.10%
技术转让	100.00%	2.89%	100.00%	1.98%	100.00%	1.38%	100.00%	9.28%
其他业务毛利	-	-	-	-	-66.66%	0.02%	-63.92%	0.03%
合计	73.07%	100.00%	63.42%	100.00%	65.78%	100.00%	71.27%	100.00%

资料来源：wind，华安证券研究所

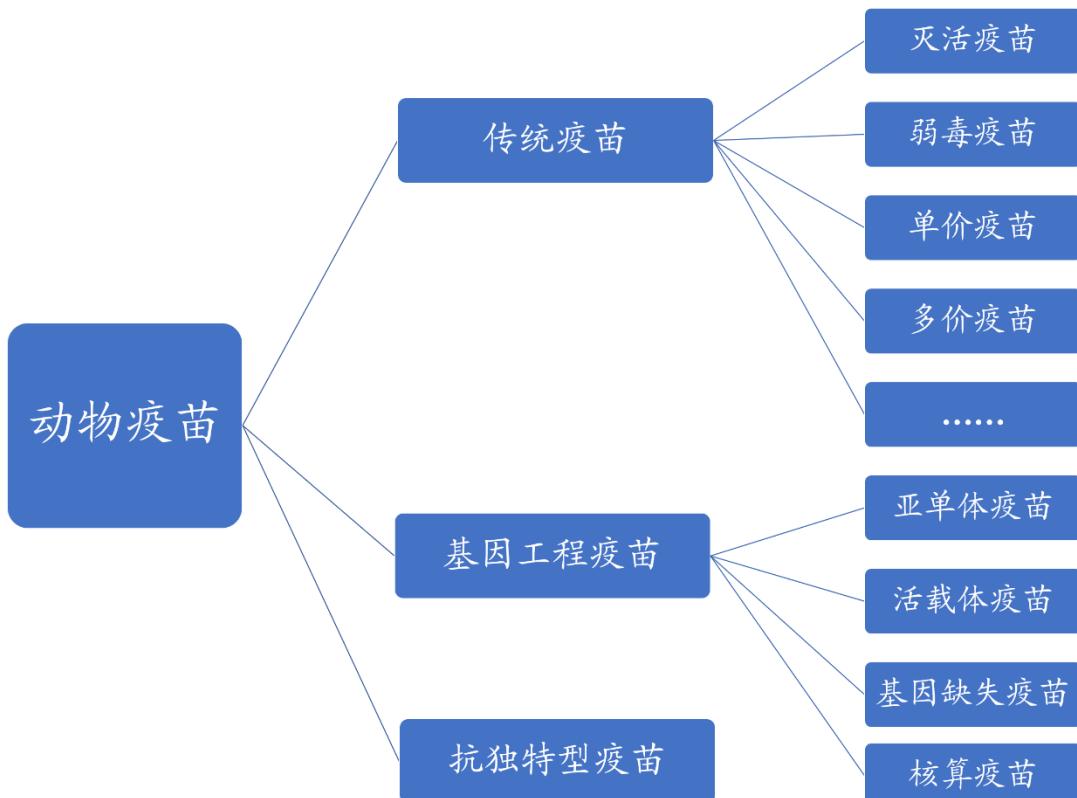
2 兽用疫苗市场发展快速，国内市场前景广阔

兽药是指用于预防、治疗、诊断动物疾病或者有目的地调节动物生理机能的物质。兽药包括兽用生物制品、化学药品以及放射性药品，兽用疫苗属于兽用生物制品类。兽用疫苗是利用病毒本身，设法除去或减弱其对动物的致病作用而制成的，

用来预防传染病。疫苗可分为两大类：一类是活疫苗或叫弱毒疫苗，如猪瘟兔化弱毒疫苗、猪伪狂犬病双基因缺失弱毒苗等；另一类是死疫苗或叫灭活疫苗，如猪萎缩性鼻炎灭活疫苗、猪伪狂犬鸡胚细胞氢氧化铝灭活疫苗、猪蓝耳病灭活疫苗等。

动物疫苗还可分为传统疫苗、基因工程疫苗及抗独特型疫苗等几大类。传统疫苗包括灭火疫苗、弱毒疫苗等，基因工程疫苗包括亚单位疫苗、活载体疫苗、基因缺失疫苗等。

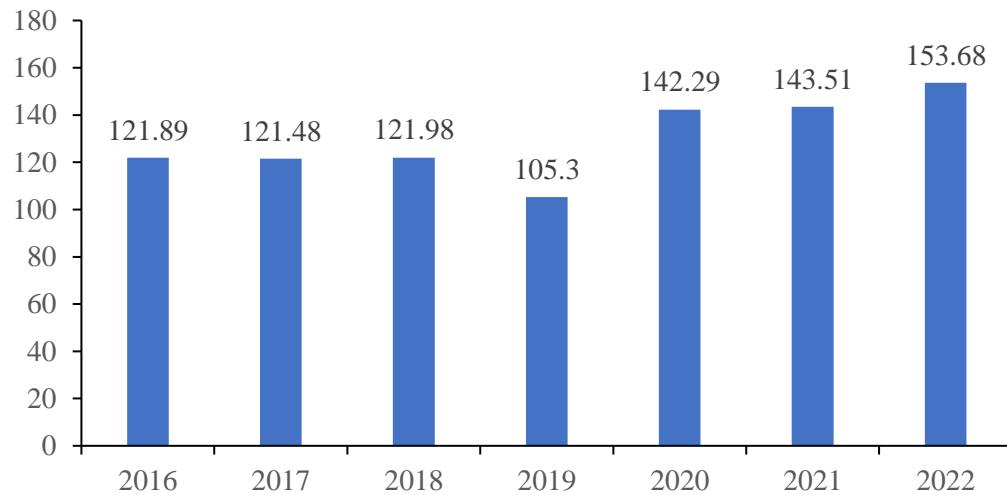
图表 12 动物疫苗分类



资料来源：公开资料整理，华安证券研究所

近年来，随着国内畜牧业规模化、集约化养殖进程不断加快，疫病防控风险加大，养殖企业和养殖户对于动物疫病的防治日益重视，推动了国内兽用生物制品行业的快速发展。中国兽药协会数据统计显示：我国兽用疫苗销售额从 2016 年 121.89 亿元增长至 2020 年的 121.96 亿美元，但 2019 年由于受到非洲猪瘟的影响，兽用疫苗的整体销售额下降，2020 年随着下游大型养殖企业复产和扩产，我国兽用疫苗销售额回涨到 142.29 亿元。2016~2020 年复合增长率 3.94%；此外，国内的养殖业呈规模集中趋势，防治疫病风险的意识在提升，对兽用疫苗的需求会进一步扩大，预计 2022 年我国兽用疫苗市场规模有望达到 153.68 亿美元。

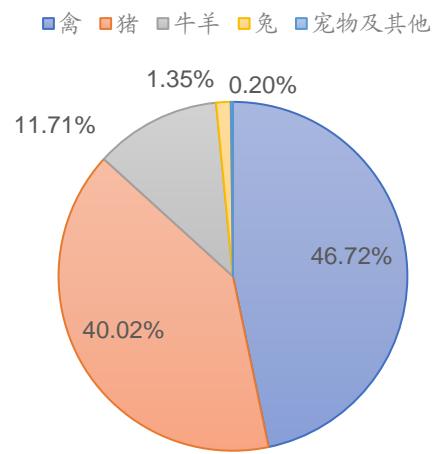
图表 13 2016-2022 年我国兽用疫苗销售额预测趋势图 (单位: 亿元)



资料来源：中国兽药协会，华安证券研究所

兽用疫苗是我国兽用生物制品最重要的组成部分。2013 年至今，兽用疫苗销售额占兽用生物制品销售额的比例均超过 90%。我国的兽用疫苗主要以猪用疫苗和禽用疫苗为主。2019 年，猪用疫苗和禽用疫苗销售额合计为 90.24 亿元，占兽用疫苗总销售额的 85.70%。其中，禽用疫苗和猪用疫苗的销售占比最高。中国兽用协会的数据显示 2020 年，禽用疫苗和猪用疫苗的销售额分别为 66.48 亿元和 56.95 亿元，占比分别达到 46.72% 和 40.02%。

图表 14 2020 年我国兽用疫苗按动物分类销售占比统计情况



资料来源：中国兽药协会，华安证券研究所

2.1 行业监管趋于严格，行业集中度有望提升

兽药产业是促进养殖业健康发展的基础性产业，在保障动物源性食品安全和公共卫生安全等方面具有重要作用。近年来，为了健全兽药监管体系、提高兽药产业的自主创新能力、规范市场秩序，促进兽药产业发展，农业部、国务院办公厅等政府部门相继提出关于促进兽药产业健康发展的指导意见。

图表 15 2019-2021 年兽药监管相关政策

发布时间	发布单位	相关文件名称	主要相关内容
2019.1	农业农村部	《兽药生产质量管理规范(修订草案征求意见稿)》	1.制定了无菌兽药、非无菌兽药、兽用生物制品、原料药、中药制剂等 5 个更详细的附录。2.提高兽药生产准入和生产门槛，生产过程实施更严格要求。3.提高了无菌兽药和兽用生物制品的生产标准，提高了特殊兽药品种生产设施的要求，提高并细化了软件管理要求，提高了从业人员的素质和技能要求。
2020.9	国务院办公厅	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	1.加强先进设施装备、优良种质资源引进，开展动物疫苗科研联合攻关。2.加强兽用抗菌药综合治理，实施动物源细菌耐药性监测、药物饲料添加剂退出和兽用抗菌药使用减量化行动
2021.1	农业农村部	《兽药生产企业洁净区静态检测相关要求》	1.要求切实做好兽药生产企业洁净区检测工作，规范检测行为，要求洁净检测机构要加强现场检测活动管理。2.开展检测前，要对涉及生物安全活动的场所进行有效消毒，相关人员要做好安全防护。3.要求兽药生产企业要按照新版兽药 GMP 有关要求，切实做好洁净区日常监测工作。
2021.1	农业农村部	《2021 年兽药质量监督抽检和风险监测计划》	1.要求围绕兽药生产、经营、使用环节，重点监督抽检生产经营问题较多的产品。2.增加高风险品种的抽检和监测数量、频次，覆盖尽可能多的兽药生产企业。
2021.1	农业农村部	《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案(2021—2025 年)》	1.强化兽用抗菌药全链条监管。2.加强兽用抗菌药使用风险控制，监测分析兽用抗菌药应用种类、数量，控制残留风险。3.支持兽用抗菌药替代产品应用。4.加强兽用抗菌药使用减量化技术指导服务。5.构建兽用抗菌药使用减量化激励机制
2021.2	农业农村部	《关于进一步加强兽药生产许可证核发事项办理工作的通知》	1.进一步加强兽药生产许可证核发事项办理工作。2.持续加强兽药 GMP 检查员管理，加强兽药 GMP 检查员，特别是检查组长的业务培训。3.保证新版兽药 GMP 检验收工作的科学公正。

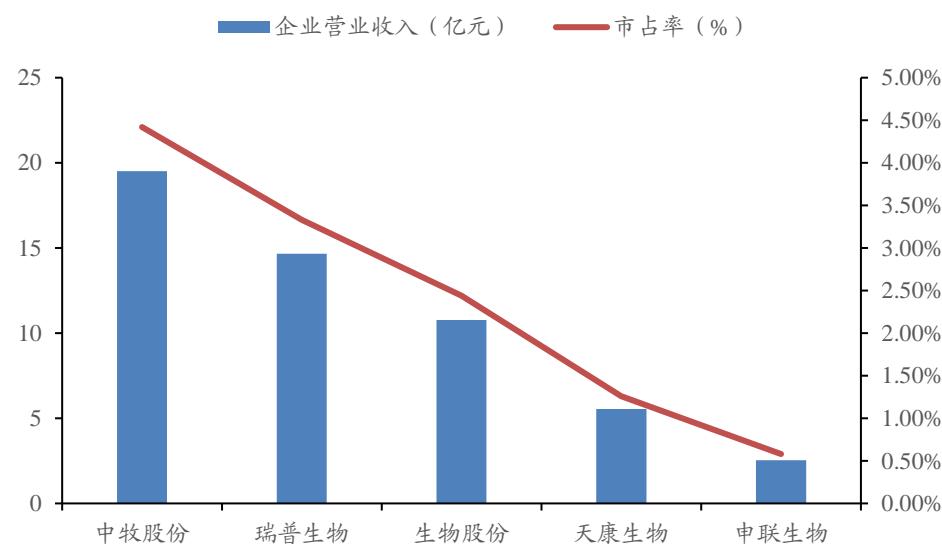
资料来源：中国兽药协会，中央人民政府网，华安证券研究所

目前我国的养殖及畜牧业的发展趋势具有规模化、集中化的特点，畜禽养殖越集中，出现大规模疫病感染的风险越大。在 2019 年非洲猪瘟后，大型养殖企业增强了选用安全有效的兽药进行疫病防治的意识，这对兽药的质量提出了更高的要求，此外农业农村部等部门加强了兽药的监管要求，这对兽药企业的规范性和兽药产品

研发能力有了更高的要求。在此趋势下，拥有核心的研发能力，不断更新病毒毒株，完善生产技术，能研制出对疫病防治有效、符合国家相关规定的药品是企业未来抢占市场的核心竞争力。

我国兽用生物制品行业规模虽不断扩大，但是行业集中度目前仍然较低。根据前沿产业研究院数据，2019年我国动保行业CR4仅为11.45%，龙头企业中牧股份、瑞普生物市占率分别为4.42%、3.33%。2020年上半年农业农村部颁布了《兽药生产质量管理规范（2020年修订）》（新版兽药GMP），新版兽药GMP对兽药生产的全过程提出了更加严格质控要求，进一步提高了行业的准入门槛，监管的趋严会使兽药行业的发展更规范，其中对兽药质量标准的制定，会使部分没有足够研发能力的兽药企业面临淘汰出局或被收购的情况，将有效遏制低水平重复建设，提高产业集中度。

图表 16 2019 年动保行业龙头企业营业收入及市占率

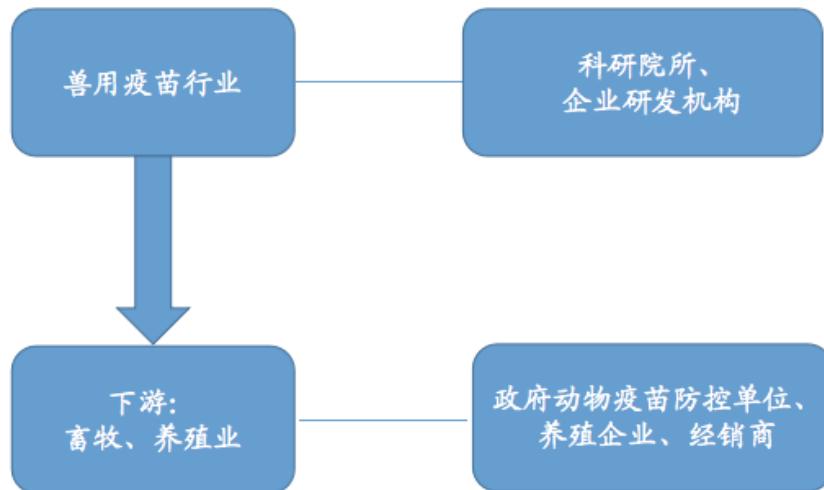


资料来源：中国兽药协会，华安证券研究所

2.2 养殖业规模扩大，兽用疫苗需求提升

动物疫苗的上游产业为原料供行业，下游是畜牧、养殖业，下游行业的发展情况会直接影响兽用疫苗的市场需求量。根据国家统计局数据显示，2019年我国畜牧业总产值大幅增长，达到33064.3亿元，较2018年增长4366.9亿元。2020年上半年中国畜牧业总产值为17705.7亿元，较2019年上半年同比增长37.74%。我国畜牧业的整体发展将有利疫苗需求的提升，促进兽药企业的发展。

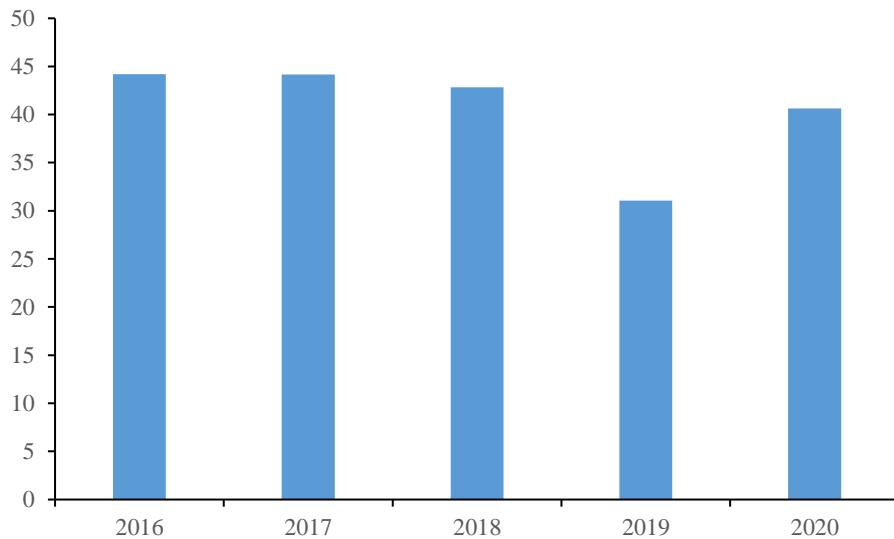
图表 17 兽用疫苗行业产业链



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

生猪养殖方面，据国家统计局的数据显示，2016-2018 年，我国生猪存栏量总体平稳，总量维持在 44000 万头左右。2019 年因非洲猪瘟，生猪存栏量出现断崖式下跌，2019 年底生猪存栏量仅为 31040.69 万头，但 2020 年恢复迅速，生猪存栏量较上一年增长 30.96%，2020 年底生猪存栏量达到 40650.42 万头，基本恢复正常水平，短期来看 2019 年 10 月至 2021 年 5 月，全国能繁母猪存栏环比持续上升，生猪存栏量仍较充足，对于猪用疫苗的需求仍在较高水平。2021 年 6 月全国能繁母猪存栏出现拐点，7-10 月能繁母猪存栏环比降幅 5.7%；然而，2021 年 10 月以来猪价超预期上涨致补栏热情再起，能繁母猪存栏环比下降趋势或扭转，我们判断，若生猪行业无严重疫情，猪周期拐点仍需观察。

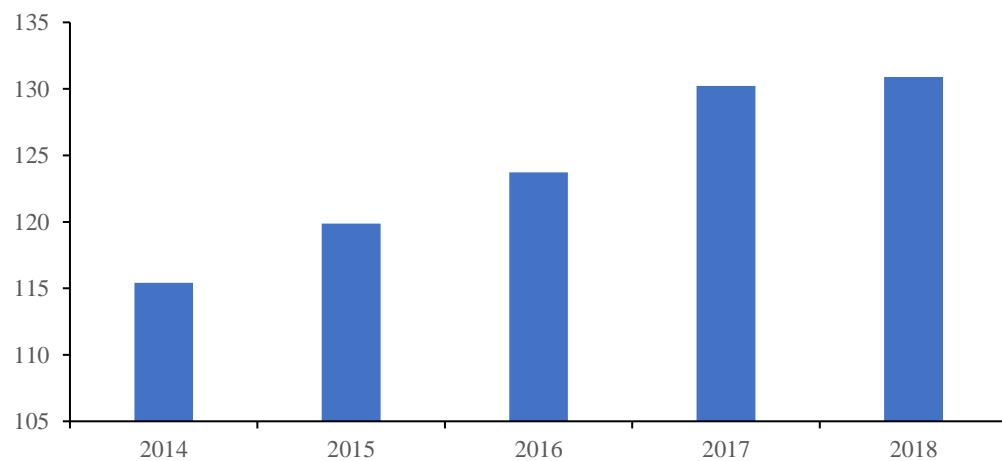
图表 18 2016-2020 我国生猪存栏量 (单位: 百万头)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

禽业方面，据国家统计局数据，2014 年-2018 年我国家禽出栏量从 12.03 亿只增长到 2018 年的 130.9 亿只，家禽养殖业整体规模呈扩大趋势。由于在居民的消费中家禽和猪肉通常有互补的关系，鉴于 2020 年生猪存栏量恢复迅速，消费者对猪肉的消费会逐步恢复至 2019 年猪瘟前的水平，对家禽的消费可能会因此有一定的减少，预计家禽养殖行业会有供大于需的现象，家禽消费偏向于买方市场，对家禽生产者不利，家禽行业会面临下滑态势，对其上游的动物疫苗行业有利空影响。

图表 19 2014-2018 年我国家禽出栏量 (单位: 亿只)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

伴随着白羽、黄羽鸡产能的下降，2022 年禽链价格有望温和上涨。2020 年全国白羽肉鸡祖代更新量 100 万套，同比下降 18%，2022 年白羽肉鸡价格有望企稳回升 2020-2021 年黄羽鸡行业整体亏损，行业持续去产能，截至 2021 年第 48 周，

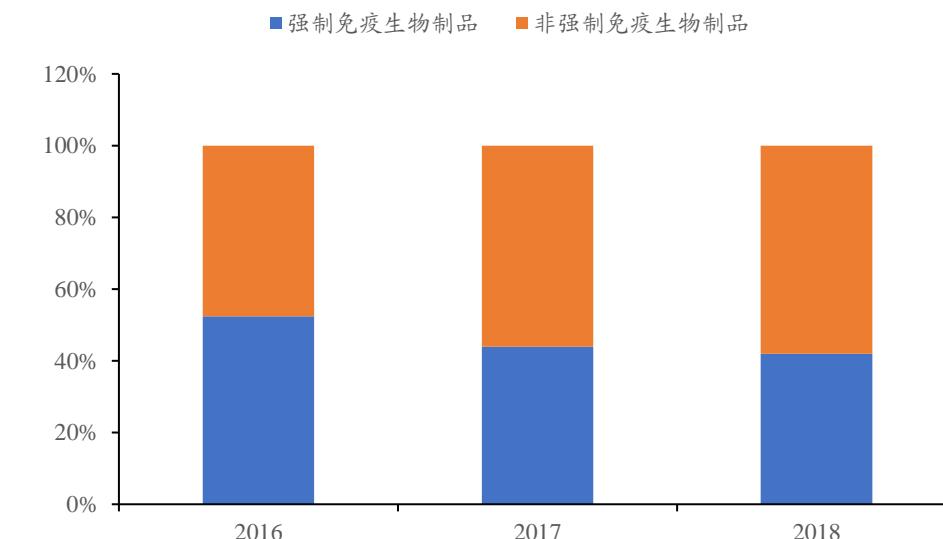
黄羽在产父母代存栏 1345.8 万套，黄羽父母代鸡苗销量 103.98 万套，均处于 2018 年以来最低水平，均处于 2018 年以来最低水平，2022 年黄羽鸡价格有望温和上行。伴随着禽链价格的上行，家禽养殖行业规模有望继续发展，从而推动禽用疫苗的发展。

2.3 政府政策推动兽用生物制品市场化发展

目前，我国兽用生物制品根据所针对的疫病分为国家强制免疫兽用生物制品和非国家强制免疫兽用生物制品两类。国家强制免疫兽用生物制品主要通过政府采购后免费发放给养殖户，非国家强制免疫兽用生物制品主要通过直销或经销等途径进行市场化销售。

在政府招采的背景下，业内厂家逐步陷入打价格战的僵局，强制免疫疫苗的质量得不到保障。2017 年以来，我国取消了对猪瘟和高致病性猪蓝耳病的强制免疫，部分生猪养殖户逐渐转向了质量较高的市场苗，强免兽用生物制品的市场份额逐年下降。2016 年至 2018 年，国家强制免疫兽用生物制品占总兽用生物制品的比重从 52.44% 降至 41.97%，非强制免疫兽用生物制品比重从 47.56% 增长至 58.03%。

图表 20 国内强制和非强制免疫兽用生物制品销售量占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2019 年 12 月，农业农村部印发《2020 年国家动物疫病强制免疫计划》，在规模养殖场继续部署“先打后补”政策；预计 2022 年，全国所有省份的规模养殖场户实现“先打后补”政策，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；市场化疫苗的渗透率有望快速提升，兽用生物制品的市场化程度将进一步提高，随着市场苗不断吸收招采苗的市场份额，疫苗市场利润有望提升，兽药龙头企业将进一步增加市场份额。

3 把握研发优势，布局核心产品

3.1 重视研发投入，技术储备丰富

公司深耕兽用生物制品多年，始终坚持以技术研发为核心竞争力，技术储备丰富。公司技术研发可分为三个阶段：

第一阶段：初始发展阶段（2002 年-2007 年）。公司在成立初期通过技术引进从其他科研机构或企业受让科研成果，逐渐完善产业化生产与销售渠道的搭建，同时公司通过自建科研团队并于科研机构合作丰富自身的技术储备；

第二阶段：突破发展阶段（2008 年-2012 年）。公司持续技术攻坚并逐步建立起了品牌知名度，2008 年，公司与中监所联合研发推出了国内首创产品猪瘟活疫苗（传代细胞源）并在全国市场大范围应用，为我国猪瘟疫情的防控作出了较大贡献。

第三阶段：快速发展阶段（2013 年至今）。公司研发能力进一步提升，研发项目逐渐向多元化布局，在深耕传统猪用疫苗和禽用疫苗的同时向水产疫苗方向延伸，逐渐形成了以猪瘟活疫苗（传代细胞源）、禽流感灭活疫苗、猪伪狂犬病活疫苗、高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗等为核心的明星产品群，市场份额和市场竞争力不断提升。

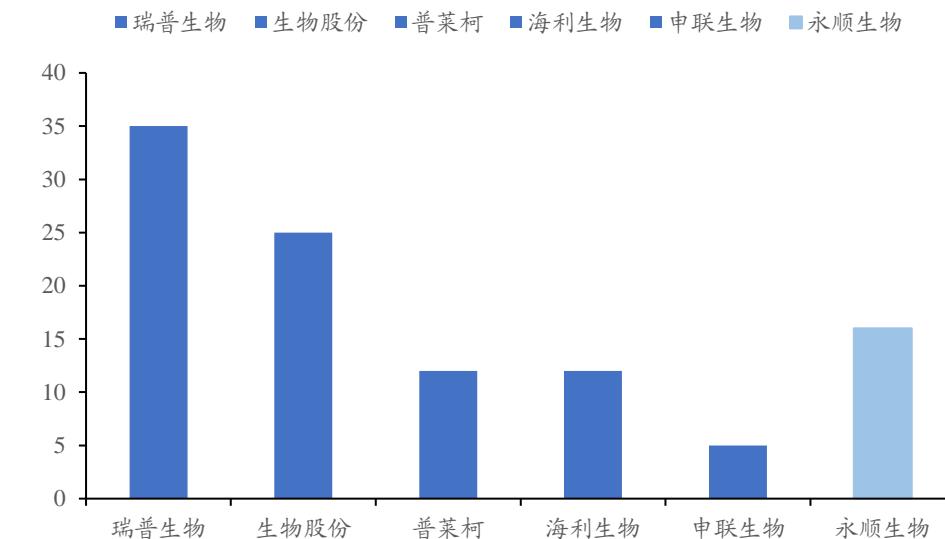
图表 21 公司产品发展阶段



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司坚持自主创新与合作研发相结合的研发模式。在合作研发方面，主要包括基础科研和产业化应用研究、以及新产品开发和新兽药证书的注册。目前已经通过合作研发取得 16 项新兽药证书，在可比上市公司中处于较高水平。公司合作研发单位包括中监所、中国动物卫生与流行病学中心、兰兽研等十余家科研机构与院所，通过其领先的前期基础性研究为公司产业化应用、市场化研究奠定坚实的基础。

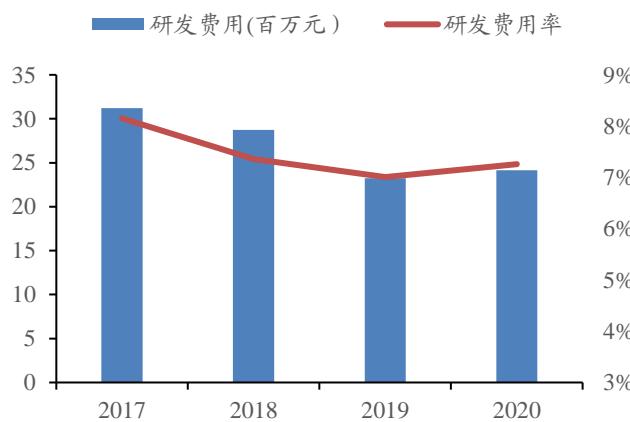
图表 22 可比上市公司合作研发新兽药证书数量



资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

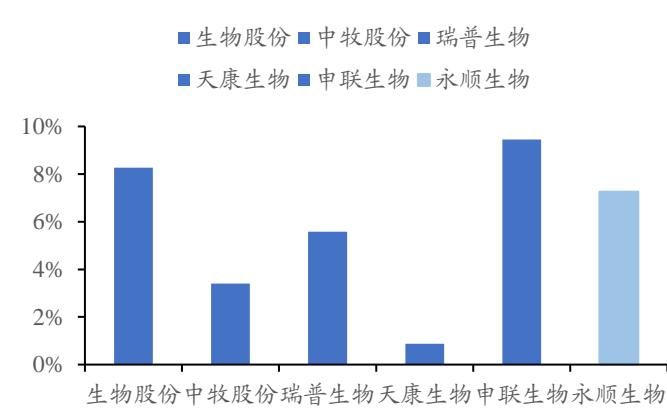
研发费用方面，公司研发费用投入较为稳定。2017-2020 年，公司研发费用率分别为 8.15%、7.36%、7.01%、7.26%，2019 年研发费用同比减少主要系在非洲猪瘟疫情影响下实验用猪供给大幅减少，相关实验耗材使用减少。在可比上市公司中，公司研发费用率处于中上游水平。

图表 23 2017-2020 年公司研发费用及研发费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 2020 年兽药行业上市公司研发费用率对比



资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 核心产品业绩突出，进一步布局疫苗产业

公司核心产品市场地位突出，猪瘟疫苗产品与高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗的市场份额均处于全国领先水平。其中公司在国内首创的猪瘟活疫苗（传代细胞源）为行业内标杆产品，其产品质量标准和生产规程由公司联合中监所研发制定，作为该产品的行业首家生产企业，疫苗产品稳定的质量和优良的效价受到全市场的

广泛认可。

图表 25 2017-2018 年公司核心产品市场份额及排名

产品名称	2017		2018	
	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名
猪瘟疫苗	24.01%	1	30.12%	1
高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗	9.84%	2	11.75%	2
禽流感灭活疫苗	8.55%	6	8.19%	6

资料来源：永顺生物公开发行说明书，华安证券研究所

在深耕猪用疫苗和禽用疫苗领域的同时，公司积极向水产疫苗产业布局延伸。
 目前我国在水产疫苗领域仍处于研发和应用的产业化初级阶段，市场竞争格局尚未形成。公司通过提前布局以及研发技术优势目前已取得了大菱鲆迟钝爱德华氏菌活疫苗(EIBAV1 株)、鳜传染性脾肾坏死病灭活疫苗(NH0618 株)两个一类新兽药证书，其中大菱鲆迟钝爱德华氏菌活疫苗(EIBAV1 株)已取得兽药产品批准文号，同时公司也已经具备了水产疫苗 GMP 生产资质，未来随着水产疫苗产业的发展成熟，公司有望凭借先发优势抢占市场份额，占据市场领先地位。

3.3 渠道布局完善，打造优质品牌形象

公司十分重视渠道端布局，逐步确定了“渠道下沉、直销终端、服务终端”的营销理念。积极为拓展终端直销模式蓄势准备，开发了包括政府客户、经销商客户以及终端直销客户等多渠道的众多优质客户资源。同时通过内外部销售团队不断将产品推向市场，公司产品已覆盖广东、河南等 30 个省市、自治区，并开始逐步扩展海外市场。

公司通过不断优化产品与服务打造优质品牌形象，尤其在猪瘟活疫苗（传代细胞源）等标杆产品的市场影响下，公司在兽用生物制品行业建立了较高的知名度和品牌影响力。先后获得“中国动物保健行业最具影响力品牌”、“兽用生物制品生产企业 10 强”等多项殊荣，随着行业市场化以及集中度的加速提升，公司有望在市场竞争中发挥规模效应和品牌效应，进一步提高市场份额。

风险提示：

下游波动导致业绩波动风险、政策变化风险、市场竞争风险、产品研发风险等。

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, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

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起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形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 15%;
- 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。