

## 他山之石：深度复盘海外动保龙头的发展路径

2022年09月18日

➤ **养殖业规模化进程推动海外动保行业的快速发展。**自1989年起，美国养猪场数量快速减少，从30万户减少到2000年的8.6万户，下降71.33%，同时平均存栏量大幅增长，从150头增加到700头，上升366.67%。美国养殖业规模化快速推动，动物疫苗迎来发展黄金时期。庞大密集的畜群流动愈益频繁，使传染病和寄生虫病可大规模流行，兽医开始针对健康的动物进行动物疫病的预防，同时也重点进行流行疫病的扑灭，美国动保企业快速成长。

➤ **养殖场在攻克规模化后转向专业化发展。**进入21世纪，美国养殖业规模化进程相对减速。为了确保养殖场利润和效益最大化，规模场很大一部分兽药也采取外购形式，促进了兽用化药、兽用疫苗等企业的快速发展。2010年~2020年全球(不含中国)动保市场销售额从201亿美元上升到338亿美元，涨幅68.16%，CAGR为5.33%。

➤ **海外动保产品中生物制品增速较快，宠物用药市场为发展新动力。**全球动保市场规模在不断增大的同时，市场结构亦发生了较大变化，2005~2020年化学药品市场份额维持在60%左右，占据较大比例；生物制品市场份额占比从28%增加到30%，销售额从34亿美元大幅增加到101.4亿美元，复合增速达7.56%。从使用动物角度来看，2015年全球兽用生物制品市场份额中，牛、猪、家禽依次占据前三份额，近年来宠物用药领域是国外市场的主要消费增量，2020年宠物用生物制品市场份额占比超过40%。

➤ **海外动保企业集中度高，具备完善的多元化业务。**随着行业逐步规范化、专业化发展，一些规模较大，技术领先的公司或在全球范围内兼并收购，通过强强联合、注重研发、树立品牌等方式发展壮大，最终形成硕腾、勃林格殷格翰、默沙东动保与礼蓝四大全球动保巨头。2020年海外动保企业CR4达到了42.7%，几乎占据了全球动保领域的半壁江山，发挥着重要作用。从收入构成来看，四大在经济动物和宠物销售额均较为均衡，且宠物用药的收入贡献逐年增高。

➤ **投资建议：**二季度末以来，国内生猪价格维持高位运行，随着养殖端盈利状况持续回升，补栏积极性相应提高，动保行业景气度将快速回升。当前国内各动保企业不断加大研发投入力度，在对现有产品升级的同时，积极推出组合防疫的方案，在这场动物防疫的“军备竞赛”中，新品储备丰富、营销渠道布局完备的企业才有望在新一轮景气周期把握业绩红利。推荐兽用生物制品板块的**中牧股份、科前生物、普莱柯、瑞普生物**，建议关注兽用化药板块的**回盛生物**。

➤ **风险提示：**养殖规模化放缓；政策实施不及预期；突发性重大动物疫病。

## 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600195.SH	中牧股份	13.99	0.50	0.52	0.64	28	27	22	推荐
688526.SH	科前生物	22.82	1.23	1.19	1.65	19	19	14	推荐
603566.SH	普莱柯	31.56	0.76	0.75	0.88	42	42	36	推荐
300119.SZ	瑞普生物	22.16	0.88	0.83	0.99	25	27	22	推荐
300871.SZ	回盛生物	28.20	0.80	0.60	1.40	36	47	20	/

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为2022年9月14日收盘价；未覆盖公司数据采用wind一致预期)

## 推荐

维持评级



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

## 相关研究

1. 农业行业 2022 年中期策略：后周期成本为王，养殖、动保景气共振-2022/07/13

2. 动保行业深度报告：凛冬已至，静待春来——关注动保行业左侧布局机会-2022/05/11

# 目录

<b>1 水涨船高——海外动保行业如何发展</b>	<b>3</b>
1.1 养殖业规模化进程推动动保行业的快速发展	3
1.2 国际动保企业集中度高，具备完善的多元化业务	4
<b>2 各有千秋——海外动保龙头对比</b>	<b>8</b>
2.1 硕腾：全球动保巨头	8
2.2 勃林格殷格翰：人、兽药结合多元发展	11
2.3 默沙东：提供定制化专业解决方案	14
<b>3 投资建议</b>	<b>17</b>
3.1 行业投资建议	17
<b>4 风险提示</b>	<b>18</b>
<b>插图目录</b>	<b>19</b>
<b>表格目录</b>	<b>19</b>

# 1 水涨船高——海外动保行业如何发展

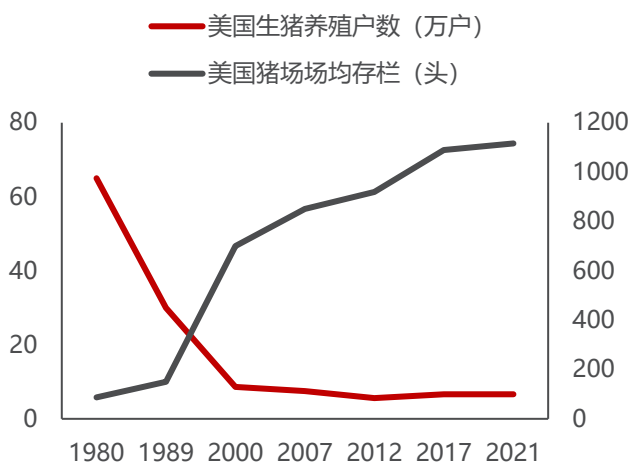
## 1.1 养殖业规模化进程推动动保行业的快速发展

20 世纪 60 年代以前，海外动保行业处于野蛮生长阶段，滥用人用药物进行动物治疗等事件频繁出现。1968 年美国颁布的《兽药修正案》标志着海外动保行业逐步转向规范化管理，同期美国养殖规模化也就此开始，结合两者产业的上下游关系，可协同进行分析。

**美国养殖业规模化快速推动，动物疫苗迎来发展黄金时期。**自 1989 年起，美国养猪场数量快速减少，从 30 万户减少到 2000 年的 8.6 万户，下降 71.33%，同时平均存栏量大幅增长，从 150 头增加到 700 头，上升 366.67%。其中，5000 头以上的大型养殖场数量由 1996 年的 1400 家增加到 2000 年的 2000 家，上升 42.86%。庞大密集的畜群流动愈益频繁，使传染病和寄生虫病可大规模流行，兽医开始针对健康的动物进行动物疫病的预防，同时也重点进行流行疫病的扑灭，美国动保企业快速成长。

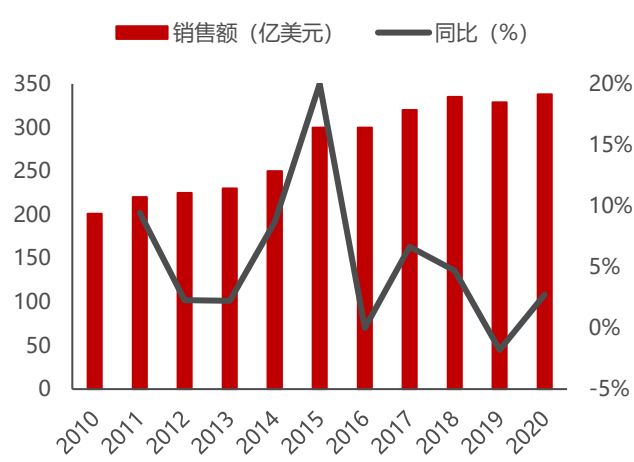
**行业发展逐步成熟，养殖场在攻克规模化后转向专业化发展。**进入 21 世纪，美国养殖业规模化进程相对减速，2021 年，美国 5000 头以上的养殖场增加至 3600 家，养殖量占比达 73%，平均养殖量达到 1116 头，二十年间仅上升了 59.4%。大型养猪集团企业不断整合资源，开始发展事业型结构，改变育繁一体化模式，以“公司专家+顾问+外部资源”为特点，催生了许多独立的兽医服务机构。为了确保养殖场利润和效益最大化，规模场很大一部分兽药也采取外购形式，促进了兽用化药、兽用疫苗等企业的快速发展。2010 年~2020 年全球（不含中国）动保市场销售额从 201 亿美元上升到 338 亿美元，涨幅 68.16%，CAGR 为 5.33%。

图1：美国生猪养殖行业结构



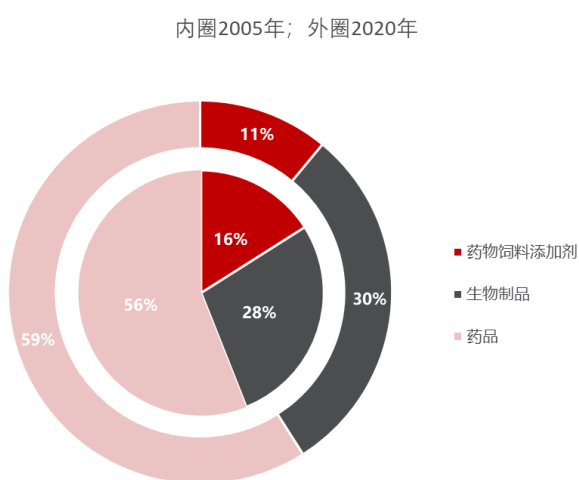
资料来源：美国猪肉协会，民生证券研究院

图2：海外动保市场销售额及增速

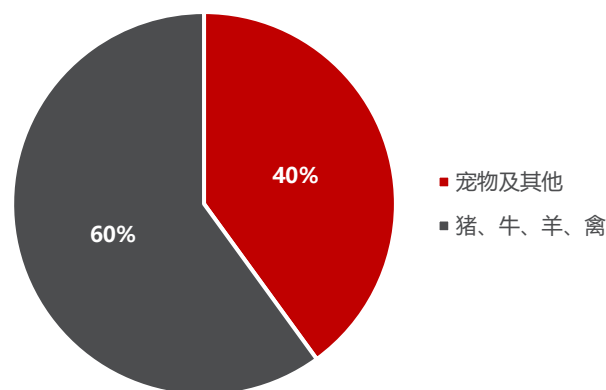


资料来源：wind，民生证券研究院

海外动保产品中生物制品增速较快，宠物用药市场为发展新动力。全球动保市场规模在不断增大的同时，市场结构亦发生了较大变化，2005~2020年化学药品市场份额维持在60%左右，占据较大比例；药物饲料添加剂销售额从19亿美元增加到37.2亿美元，但市场份额占比从16%降到11%；生物制品市场份额占比从28%增加到30%，销售额从34亿美元大幅增加到101.4亿美元，复合增速达198.23%。从使用动物角度来看，宠物用药领域是国外市场的主要消费增量，2020年市场份额占比达40%。

**图3：2005-2020年全球动保产品市场份额**


资料来源：国际畜牧网，民生证券研究院

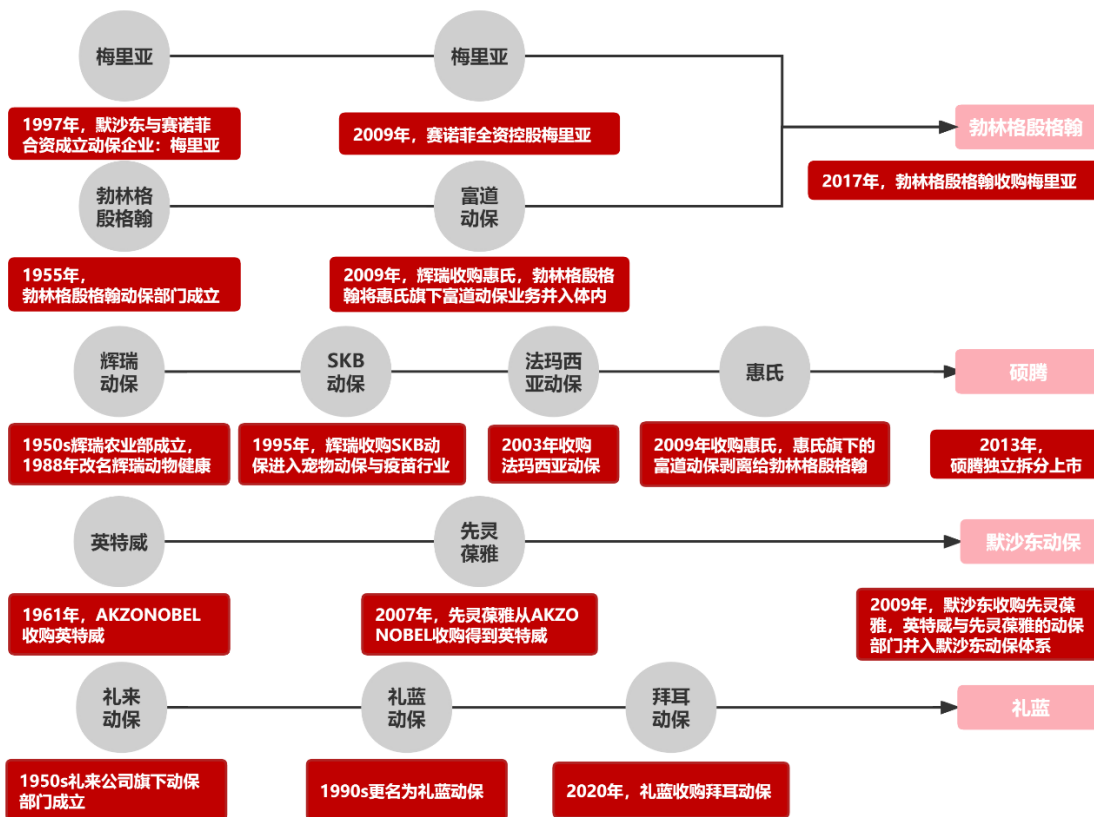
**图4：2020年全球畜禽及宠物动保市场份额**


资料来源：国际畜牧网，民生证券研究院

## 1.2 国际动保企业集中度高，具备完善的多元化业务

海外动保企业萌芽于部分人用医药公司设立的动物保健部门，例如礼来、辉瑞与勃林格殷格翰等公司的动保部门在二十世纪六十年代先后设立。随着行业逐步规范化、专业化发展，一些规模较大，技术领先的公司或在全球范围内兼并收购，或从母公司中剥离独立，形成两大发展趋势。1) **龙头企业积极并购扩张**，2009年默沙东收购先灵葆雅从而将英特威与自身动保部门结合、同年辉瑞收购惠氏后将富道与自身动保部门合并、2017年勃林格殷格翰收购梅里亚、2020年礼蓝收购拜耳动保；2) **各大医药公司动保部门开始独立发展**，2013年辉瑞将动保部门拆分为硕腾作为独立公司上市、2018年礼来将旗下礼蓝拆分为独立公司上市。各大型企业通过强强联合、注重研发、树立品牌等方式发展壮大，**最终形成硕腾、勃林格殷格翰、默沙东动保与礼蓝四大全球动保巨头。**

图5：2000年后全球四大动保巨头重要收购

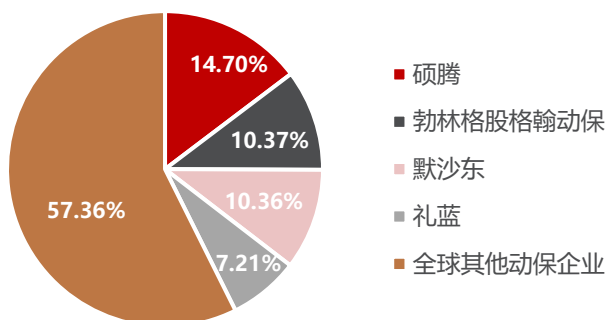


资料来源：各公司公告，民生证券研究院整理

**海外动保头部企业分庭抗礼，较高的集中度助力提升议价权。**2020年海外动保企业CR4达到了42.64%，几乎占据了全球动保领域的半壁江山，发挥着重要作用。四大巨头各有千秋，硕腾在宠物和家禽的疫苗、化药等各个领域均居前列，在抗感染（速诺、康卫宁、瑞可新）、皮肤病药品（艾博克、Cytopoint）等领域具备顶尖水平；勃林格殷格翰与默沙东在宠物疫苗与驱虫药领域略高于硕腾；礼蓝以驱虫药诺普星和速耳爽为主打产品。随着龙头企业市场地位和产品覆盖面的提升，下游可直接对接养殖户、兽医和宠物医院，经销商的选择权及地位逐渐降低，上游动保企业拥有更强的议价权，进一步打开利润空间。

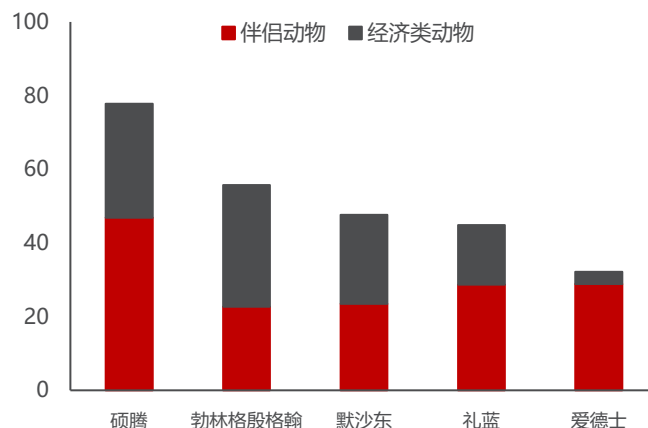
**具备完善的多元化业务，宠物为新的增长极。**从收入构成来看，四大在经济动物和宠物销售额均较为均衡。经济动物的需求量早在十年前就已趋于平稳，只有禽类增速相对较快，但受限于体型小和生长周期短的因素，并不受市场青睐；宠物需求增速相对较快，2018~2021年美国宠物市场规模复合年均增长率达到了10.9%，其中2021年同比增速近20%，在疫情期间实现了高基数下的高速增长，宠物动保产品亦受益于此，保持了比经济动物动保产品更高的增长速度。2021年硕腾、勃林格殷格翰、默沙东、礼蓝的宠物收入同比均大幅增长，增速分别为28%、15%、18%、73%，占公司总收入比例分别为60%、41%、49%、64%。

图6：2020年国外头部动保企业市场份额



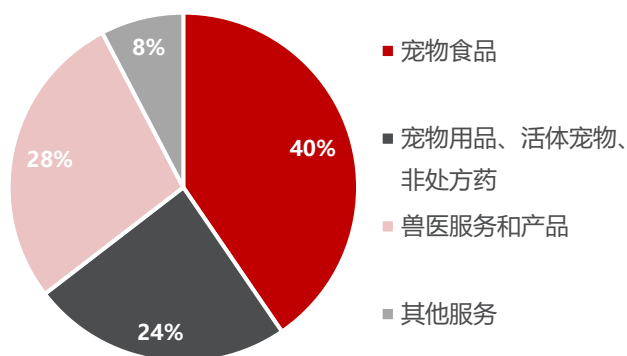
资料来源：国际畜牧业联盟，民生证券研究院

图7：2021年全球主要动保企业销售额（亿美元）



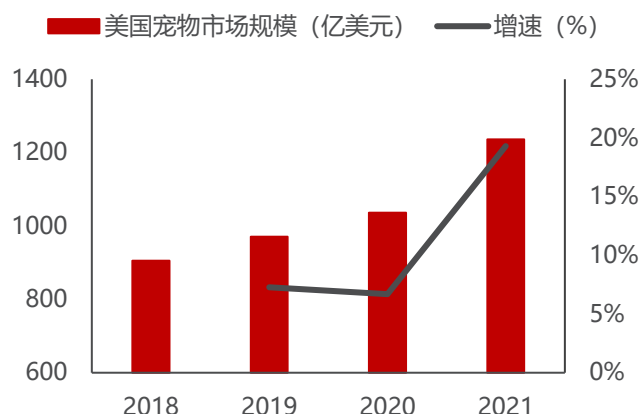
资料来源：国际畜牧业联盟，民生证券研究院

图8：2021年美国宠物市场细分占比



资料来源：APPA，民生证券研究院

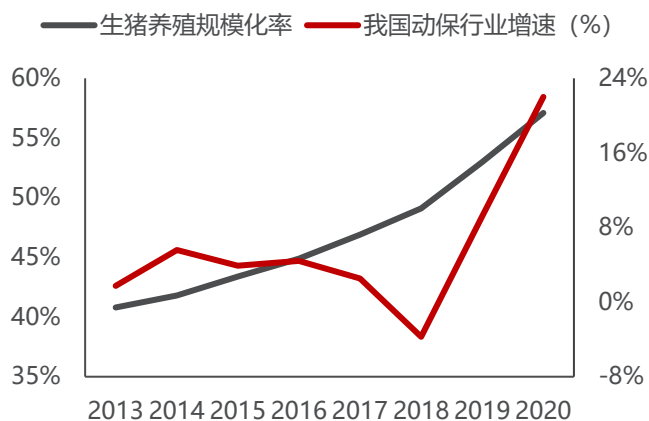
图9：2018~2021年美国宠物市场规模及增速



资料来源：APPA，民生证券研究院

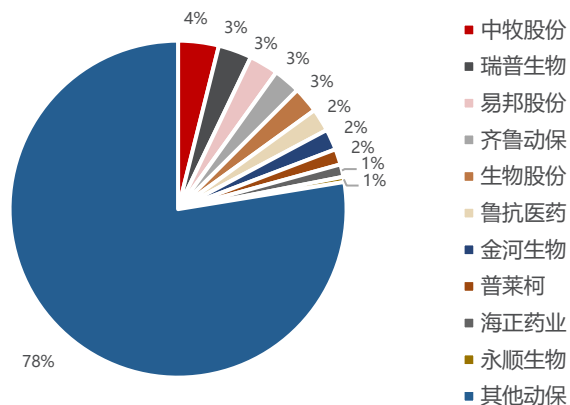
相较于美国 20 世纪 90 年代进入规模化进程，中国在 21 世纪生猪养殖才开始向规模化、集约化方向发展。根据中国农业农村部数据显示，2021 年中国生猪养殖规模化率达 60%，规模化进程的加速推动养殖企业对于上游动保产品需求不断扩大，促进国内动保行业快速发展。2010~2020 年我国动保产业销售额从 266 亿元上升到 621 亿元，涨幅 133.46%，CAGR 为 8.85%。从入围全球动保企业 TOP50 的 10 家中国动保企业来看，2020 年收入之和占同期中国动保产业销售额的 22.5%。因此，对比国际市场，中国规模化养殖对动保行业发展规模和速度的推动作用更强，且目前动保行业集中度远低于国外，头部企业存在更大的成长空间。

**图10：2013~2020 中国动保行业增速与养殖规模化对比**



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

**图11：2020 年中国动保企业 TOP10 市场份额**



资料来源：中国兽药协会，民生证券研究院

## 2 各有千秋——海外动保龙头对比

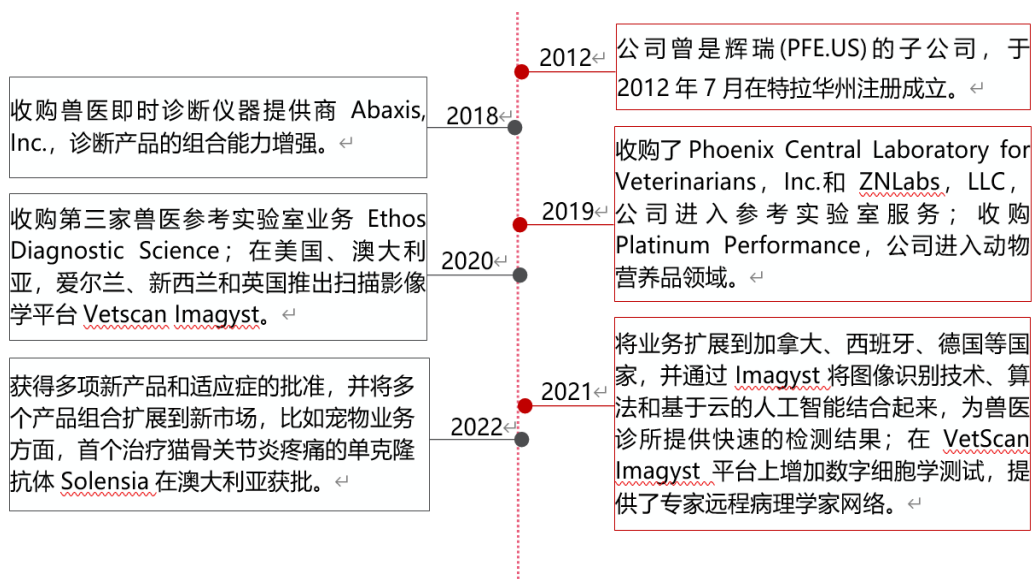
### 2.1 硕腾：全球动保巨头

硕腾公司(Zoetis)前身是辉瑞-动物保健部门, 承载 70 年的发展, 公司一直致力于开发多样化的动保产品组合, 为客户提供养殖全过程的解决方案。现已成为独立的全球最大的宠物和家畜用药品和疫苗企业。硕腾的产品已直接销往全球约 45 个国家, 拥有约 300 条产品线, 产品涵盖八个动物品种: 狗、猫和马 (统称为宠物) 以及牛、猪、家禽、鱼和羊 (统称为牲畜), 旗下知名品牌有康卫宁、通灭、瑞可新、速解灵等。

早期的硕腾以抗生素和添加剂类产品为主, 其上世纪五十年代研发出的抗生素产品 Terramycin (德米先) 至今仍是保护家畜健康的有效药物, 但对于抗生素的争议自其发明之日起就未停止过, 因此公司在 1995 年收购史克必成的动保部门, 正式进入兽用疫苗领域, 随后通过收购富道动保、Microtec 等进一步夯实了在疫苗领域的竞争力。

伴随美国生猪养殖规模化趋于成熟, 宠物市场迅速兴起, 公司结合自身在抗生素领域的研发优势, 于 2000 年左右推出 Rimadyl (瑞莫迪消炎药) 和 Revolution (大宠爱驱虫药), 至今仍是其重磅单品, 随后通过收购 CSL、雅培动保等提高了在宠物药品领域的影响力。近年来连续推出了艾博克、欣庞克、赛妥敏等多款宠物新药促进销量爆发增长, 其中艾博克 2017-2021 年营收 CAGR 为 20.4%; 2022 年 7 月, 公司宣布全球首个宠物用单克隆抗体——赛妥敏在中国上市, 解锁皮肤病治疗新高度。

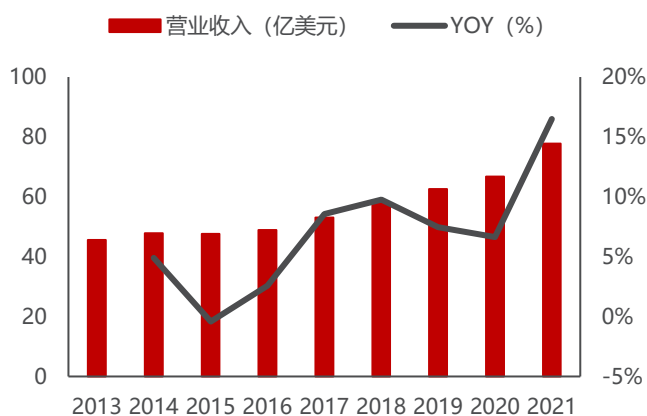
图12：硕腾自独立起发展历程



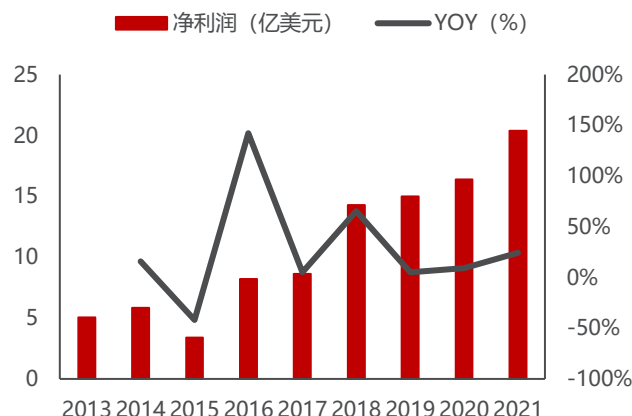
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院



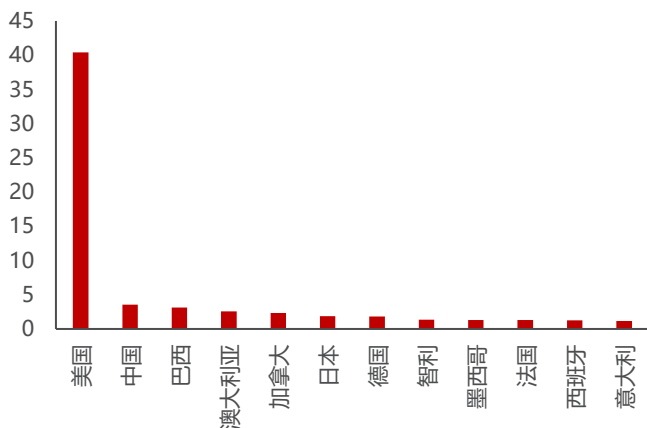
**公司营业收入增长稳定。**2013~2021 年公司营业收入由 45.61 亿美元上升到 77.76 亿美元, CAGR 为 6.90%, 其中 19 年因非洲猪瘟导致生猪养殖大幅减少, 导致公司整体业绩增速有所下滑。**分区域来看, 国际市场增速较快。**2021 年美国地区收入达 40.42 亿美元, 同比增长 13.6%, 占比超 50%, 国际市场收入为 36.52 亿美元, 同比增长 20.3%, 占比 47%, 其中中国市场收入为 3.57 亿美元, 同比增长 34.2%, 占比 5%, 已成为硕腾除美国市场外全球市场占比最高的国家, 主要是宠物中宠物驱虫产品销售的推动和非洲猪瘟爆发后中国生猪产业扩张对于兽药需求激增所致。**从动物种类来看, 宠物产品收入增速加快。**2021 年宠物收入 46.89 亿美元, 同比增长 28%, 占比达 60%, 其中犬猫收入 44.26 亿美元, 同比增长 29%, 占公司总收入比例过半; 经济动物产品占比 39%。**从产品构成来看, 化学药品仍占据公司收入主导地位。**2013~2021 年公司化学药品营收由 32.12 亿美元上升到 58.72 亿美元, CAGR 为 7.83%, 且每年占比均超 70%, 主要源于宠物所需的杀虫药、抗感染药、皮肤用药较多, 其中 21 年杀虫剂收入 16.35 亿美元, 占比达 21%。

**图13: 2013-2021 营业收入 (亿美元) 及增速**


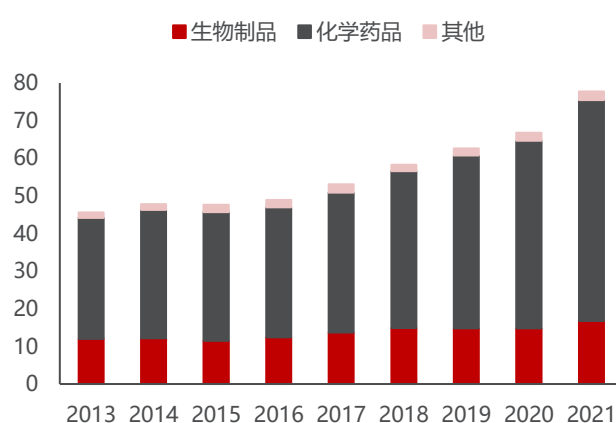
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图14: 2013-2021 净利润 (亿美元) 及增速**


资料来源: wind, 民生证券研究院

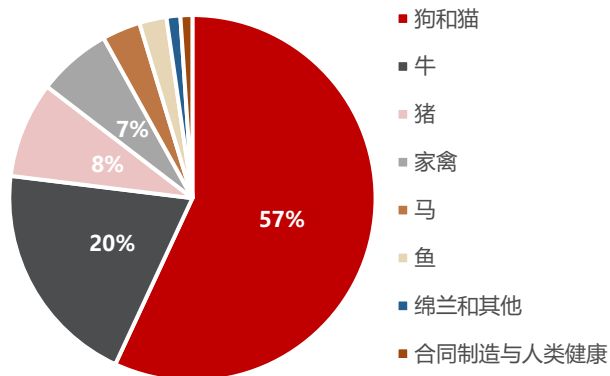
**图15: 2021 年公司在不同国家营收 (亿美元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图16: 2013-2021 年公司营收构成 (亿美元)**


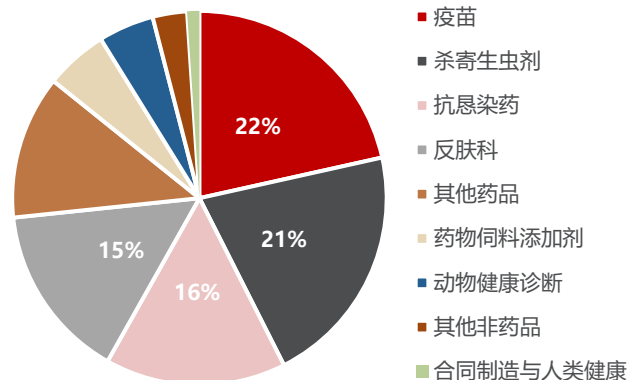
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2021 年公司针对不同物种营收占比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 2021 年公司不同产品类型收入占比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司拥有行业内最长的产品生命周期，高者如土霉素产品生命周期超 60 年，背后凭借的是公司强大的研发和市场开拓能力。2021 年公司研发投入 5.08 亿美元，占营收比重达 6.5%，处于行业前列。公司以自主研发为主，除美国总部研发中心外，还在全球各地设立了 15 个研发机构，以便分离本土毒株，快速反应当地市场的需求变化。此外，公司还通过不断丰富、升级现有产品来延长生命周期，其 Vanguard (卫佳) 系列覆盖了大多数犬类疾病，提供口服、喷鼻、注射多种形式，是犬类疫苗市场的领军品牌，生命周期已超过 25 年。

硕腾在中国已注册和上市了一系列用于猪、家禽、宠物和奶牛的动物保健产品，包括疫苗、驱虫药、抗生素、饲料添加剂、消毒剂等。硕腾在中国建立办事处和三个工厂，并通过一系列并购完善其产品生产线。1998 年硕腾办事处由北京迁往上海，2011 年收购雅来动保、吉林合资厂成立，2015 年北京研发中心投入运营、苏州预混剂新工厂竣工，2017 年硕腾全资收购吉林疫苗工厂，2018 年硕腾生物制药有限公司奠基、法玛克水产疫苗研发创新中心开业。与此同时硕腾中国与新瑞鹏宠物医疗集团进行了“新瑞鹏 - 硕腾共建战略项目”合作会谈。双方将围绕宠物医疗产品、宠物医疗服务与皮肤诊疗标准、爱宠皮肤健康意识提升等领域开展创新合作，提升动物福利，助力宠物医疗行业发展。

**表1：公司主要动保产品**

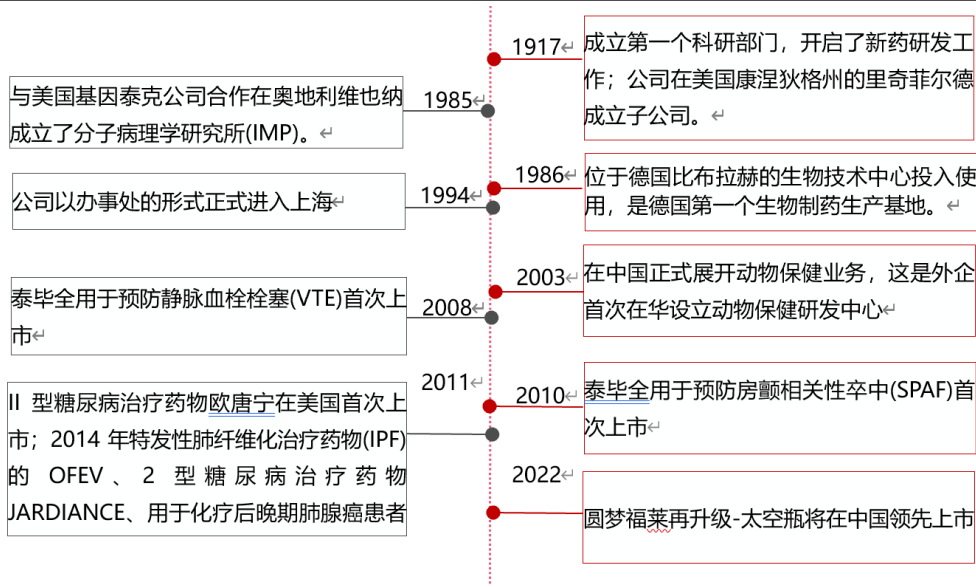
动物分类	产品种类	产品名称
宠物	化学药品	驱虫药有大宠爱，抗感染有速诺®片剂、速诺®针剂、康卫宁®，镇静止痛有多咪静®、咬啞醒；止吐有赛瑞宁®；
	生物制品	疫苗有卫佳®捌、卫佳®伍、卫佳®细、妙三多®、瑞比克®；
	医疗仪器	宠糖仪；
家禽	化学药品	盐酸林可霉素、硫酸壮观霉素可溶性粉、头孢噻吩钠、硫酸新霉素、碘酸混合溶液、氟苯尼考溶液、硅铝酸盐霉菌毒素吸附脱毒剂、芽孢杆菌微生态制剂、拉沙洛西纳、盐酸林可霉素、硫酸新霉素；
	生物制品	鸡病毒性关节炎活疫苗；
奶牛	化学药品	苜星氯唑西林乳房灌注液、氨基丁三醇前列腺素F2α注射液、头孢噻吩晶体注射液（牛用）、泰拉霉素注射液、黄体酮阴道缓释剂、盐酸头孢噻吩注射液、复方阿莫西林乳房注入剂（泌乳期）；
猪	化学药品	泰拉霉素注射液、盐酸头孢噻吩注射液、1%多拉菌素注射液、土霉素长效注射液、头孢噻吩晶体注射液、氨基丁三醇前列腺素F2α注射液、硅铝酸盐霉菌毒素吸附脱毒剂、芽孢杆菌微生态制剂、拉沙洛西纳、盐酸林可霉素、硫酸新霉素、复合碘消毒剂；
	生物制品	公猪异味控制疫苗、猪支原体肺炎灭活疫苗（P-5722-3株）、猪伪狂犬病活疫苗、猪伪狂犬病活疫苗（Bucharest株）、仔猪C型产气荚膜梭菌病、大肠埃希氏菌病二联灭活疫苗、猪萎缩性鼻炎灭活疫苗、高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（TJM-F92株）。

资料来源：公司年报，民生证券研究院

## 2.2 勃林格殷格翰：人、兽药结合多元发展

勃林格殷格翰公司(Boehringer-Ingelheim)最初是一家化工生产企业，1954年开始涉足动物药物生产。发展外部伙伴，有效利用资源整合是其重要发展战略，2016年与赛诺菲互换其旗下的动保公司梅里亚，2020年和2021年又先后和GST和Pet Medix合作，逐步成长为世界上最大的私有制药企业，拥有137年悠久历史，致力于人类健康、动物保健和生物制药三大领域。在全球99个国家开展业务，覆盖150余个市场，拥有18个研发基地，产品囊括猪、牛、禽、宠物四大板块，旗下知名品牌有勃欣定、新威灵、美达佳、威支灵等。

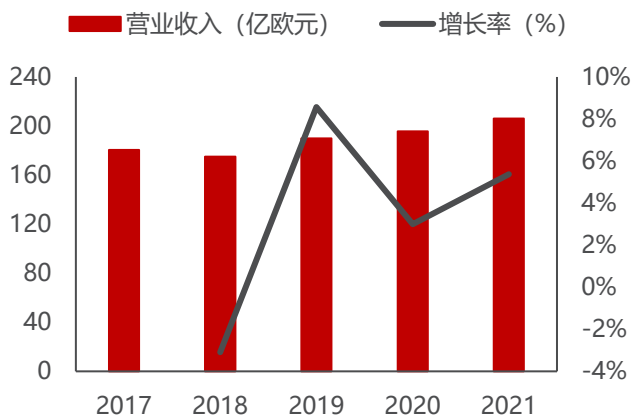
图19：勃林格殷格翰发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

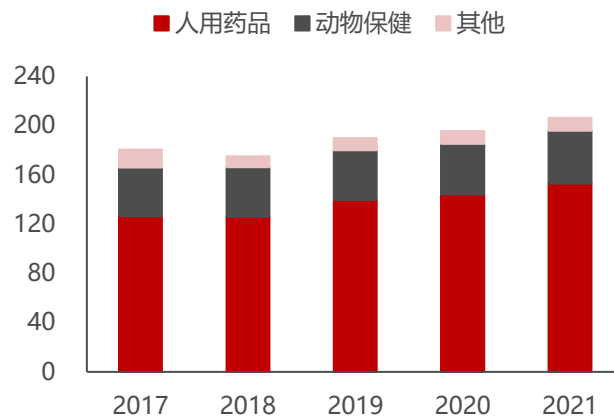
**公司经营“稳”字当头。**2017~2021 年公司营业收入由 180.56 亿欧元上升到 206.18 亿欧元，CAGR 为 3.37%。公司凭借着超越行业平均的经营历史，沉淀出独特稳固的业务模式，人用药物和动保业务占比常年维持在 70%和 20%。**分区域来看，中国市场快速成长。**2021 年美国、亚/澳/非洲地区、欧洲地区收入分别为 91.47、49.17、36.52 亿欧元，同比增长分别为 2.90%、2.48%、11.48%，其中，在中国市场的销售额实现了 15% 的增长，首都超越日本成为公司全球第二大市场。**从动物种类来看，宠物产品收入增速加快。**2021 年动保业务收入 42.95 亿欧元，同比增长 6.2%，其中宠物（犬猫马）收入占比高达 64%，犬猫收入 24.91 亿欧元，占动保总收入比例过半；经济动物产品占比 36%。**从产品分类来看，最畅销的犬用抗寄生虫药物尼可信营收 9.16 亿欧元，同比增长 16.6%；用于治疗 and 预防犬猫跳蚤、蜱虫和虱子的药物福来恩营收 4.18 亿欧元，同比增长 4.8%。**

图20：2017-2021 营业收入 (亿欧元) 及增速



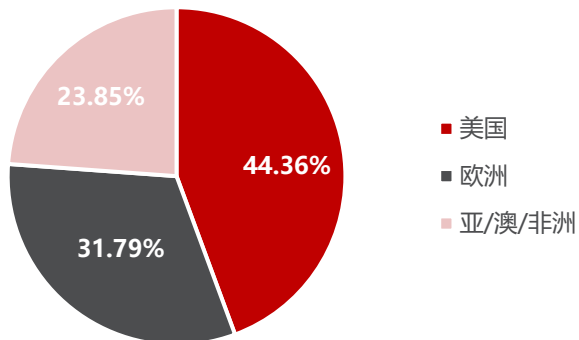
资料来源：公司年报，民生证券研究院

图21：2017-2021 公司不同业务营收 (亿欧元)



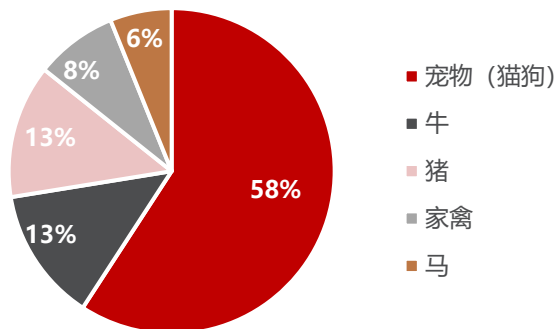
资料来源：公司年报，民生证券研究院

图22：2021 年公司营收分区域占比 (%)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图23：2021 年公司动保业务营收占比 (%)

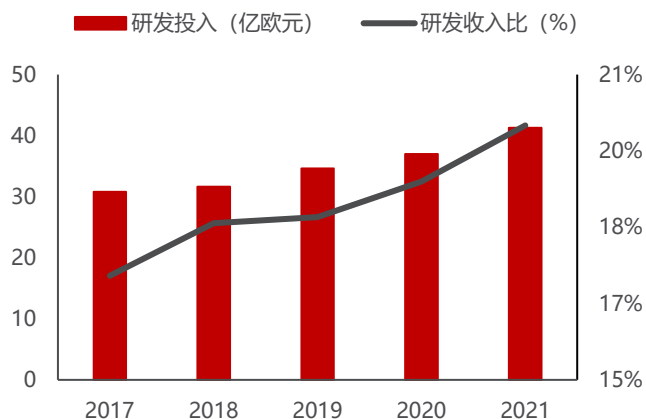


资料来源：公司年报，民生证券研究院

**战略优势独特，同时保留人用制药和动保部门**，充分利用两者之间的协同效应，成功推出 VETMEDIN, SEMINTRA, METACAM 等产品。**注重开发创新，研发费用增长趋势甚至一度超过收入增速**。2017~2021 年公司研发投入由 30.78 亿欧元上升到 41.27 亿欧元，CAGR 为 7.61%，研发收入占比也同样曾逐年上升趋势，2021 年达 20%。这也铸就了公司品牌效益的基础，目前公司的核心品牌是尼可信驱虫药，福来恩和犬心宝销量紧随其后。在经济动物领域，以猪圆环病毒疫苗为公司重要组成部分，主要用于治疗猪圆环病毒 2 型。

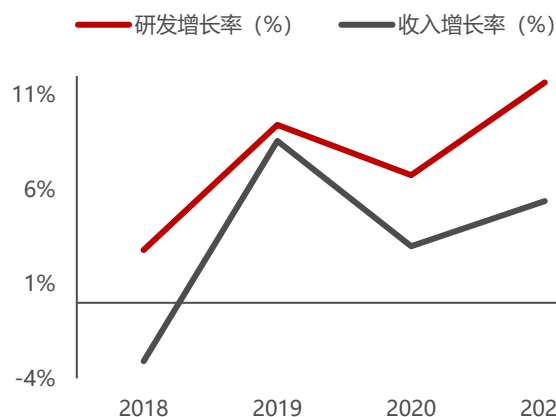
**公司在中国积极布局从研发、生产、销售、技术服务到诊断监测完整的价值链**。早在 2002 年公司就在上海张江高科设立动保研发中心，随后在南昌和江苏泰州设立家禽、猪疫苗生产基地。2021 年 3 月，泰州工厂生产的勃林格殷格翰在中国本土研发的茵温净®猪瘟活疫苗（C 株，PK/WRL 传代细胞源）正式上市，年产能 20 万瓶。未来公司将加大中国市场开发力度，力争成为在华布局业务最多元化的跨国制药企业。

图24：2017-2021 年公司研发投入及研发收入比



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图25：2018-2021 年公司研发和收入增速 (%)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

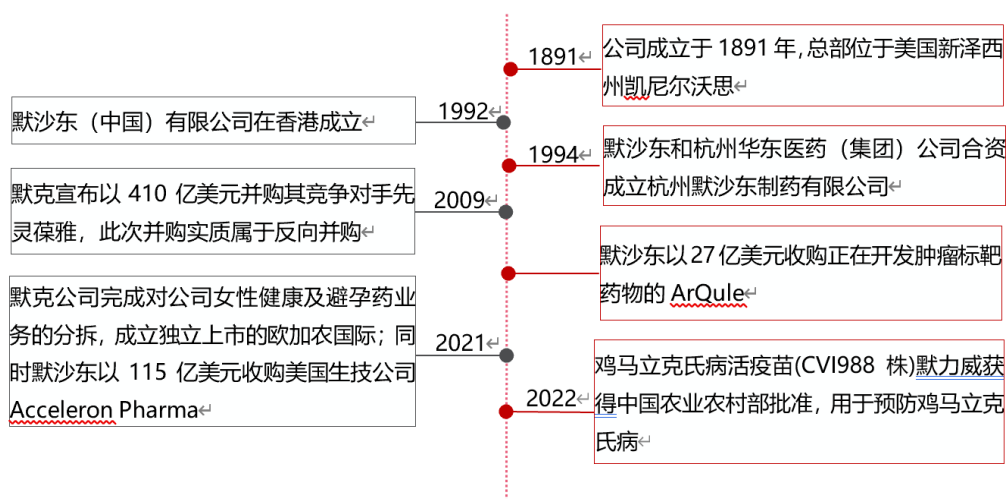
**表2：公司主要动保产品**

动物分类	产品种类	产品名称
宠物	化学药品	勃欣定®（匹莫苯丹咀嚼片）、尼可信（阿福拉纳咀嚼片）、博来恩®（复方非泼罗尼吡啶酮滴剂）、超可信（阿福拉纳米尔贝脐咀嚼片）、美达佳®（美洛昔康内服混悬液）、普维康®（非罗考昔咀嚼片）、伊维菌素双羟萘酸噻嘧啶咀嚼片、圣咪乐®（替米沙坦内服溶液）、复方非泼罗尼滴剂（犬用）/ 复方非泼罗尼滴剂（猫用）/ 非泼罗尼喷剂；
家禽	生物制品	新威灵®（鸡新城疫冻结活疫苗(VG/GA株)、痘安灵（鸡痘活疫苗）、支益灵®（鸡传染性支气管炎活疫苗(NNA株)、冻克灵（鸡马立克氏病活疫苗(CVI988株)、威支灵®（鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗(VG/GA+H120株)、VAXXITEK®（鸡传染性法氏囊病毒火鸡疱疹病毒载体活疫苗(vHVT-013-69株)、威力灵®（鸡马立克氏病病毒、传染性法氏囊病毒火鸡疱疹病毒载体重组病毒二联活疫苗(CVI988/Rispens株+vHVT-013-69株)；
牛	化学药品	美达佳®（非甾体类解热镇痛抗炎药）、优孢欣®（抗生素协同的力量 - 临床型乳房炎注入剂）、博威钙®（改善产后低血钙症的钙质丸剂）、百福他®（土霉素注射液）、专克灵（用于治疗牛呼吸道疾病的加米霉素注射液）、优密欣®（次硝酸铋干奶牛乳头封闭剂）、害获灭（伊维菌素注射液）、达可®（缓解犊牛腹泻的电解质盐）；
猪	生物制药 化学药品	猪圆环病毒2型杆状病毒载体灭活疫苗、猪繁殖与呼吸综合征活疫苗、猪支原体肺炎灭活疫苗（J株）、猪伪狂犬病活疫苗（K-61株）、猪回肠炎活疫苗、副猪嗜血杆菌病灭活疫苗（12型Z-1517株）； 土霉素注射液。

资料来源：Wind, 民生证券研究院

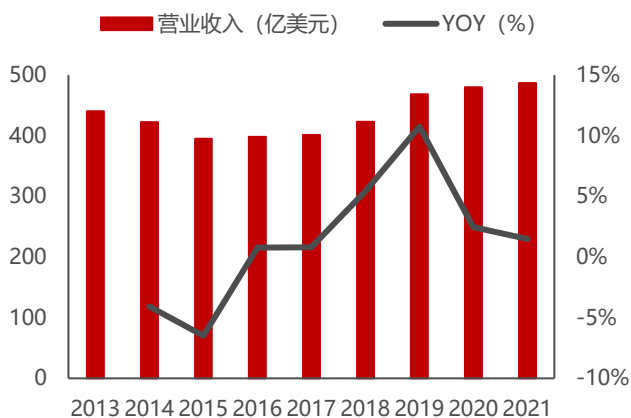
## 2.3 默沙东：提供定制化专业解决方案

默克公司，在美国和加拿大以外的国家称为默沙东，是一家美国的制药企业，同时也是世界上最大的制药企业之一。公司重要股东领航集团和贝莱德集团持股比例为 8.24%和 7.80%，这两家公司同时也是硕腾的两大股东。公司 1940 年成立动保部门，商业网络覆盖全球 140 多个国家，研发中心也遍布全球，包括 15 个生物疫苗研发中心和 3 个化药研发中心，由 500 多名科学家、研究员组成。

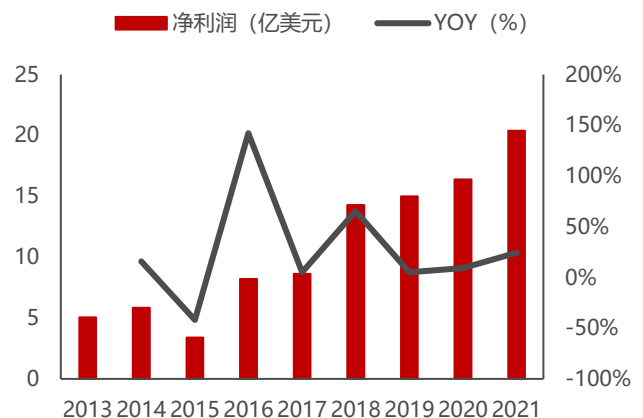
**图26：默沙东发展历程**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

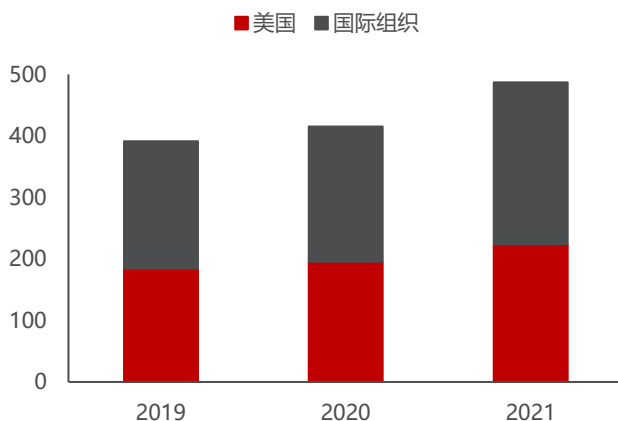
**公司收入维持稳定, 净利润快速增长。**2013~2021 年公司营业收入由 400.33 亿美元上升到 487.04 亿美元, CAGR 为 1.27%, 其中 19 年同比增速达 10.75%, 主要是因为非洲猪瘟导致生猪养殖大幅减少, 公司主营业务家禽替代需求大幅上升所致; 净利润由 5.04 亿美元上升至 20.37 亿美元, CAGR 为 14.54%。**分区域来看, 美国外市场增速较快。**2021 年美国地区收入达 224.25 亿美元, 同比增长 14.48%, 占比 46%, 美国外市场收入为 262.79 亿美元, 同比增长 19.83%, 占比超 50%。**从动物种类来看, 宠物产品收入增速加快。**2021 年宠物收入 22.73 亿美元, 同比增长 28.85%, 占比动保业务的 41%, 主要由于驱虫药和疫苗需求增加, 其中包括 Bravecto 系列产品; 家禽业务收入 32.95 亿美元, 同比增长 12.11%, 虽增速不及宠物, 但仍为动保收入大头, 占比达 259%。公司预计 2022 年度全球销售额将达到 561~576 亿美元, 同比增速 15.2~18.3%, 将实现近八年来最高的增速水平。

**图27: 2013-2021 营业收入 (亿美元) 及增速**


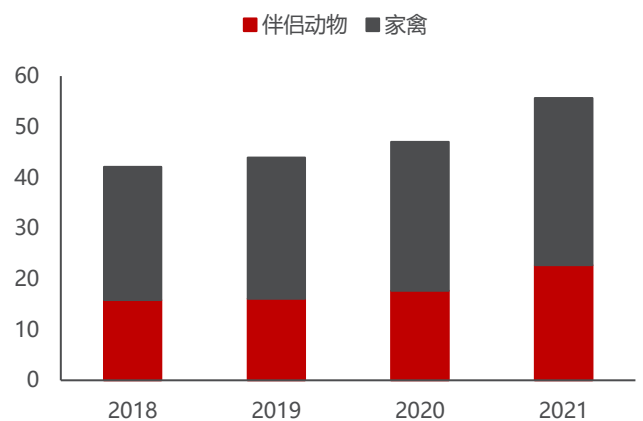
资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

**图28: 2013-2021 净利润 (亿美元) 及增速**


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

**图29: 2019-2021 年公司不同地区营收情况 (亿美元)**


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

**图30: 2018-2021 年动保分业务营收情况 (亿美元)**


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

**高品质动保+智能化+专业的解决方案，更好地帮助养殖场提高生产效率。**默沙东动保不仅拥有高品质的兽用化药，如“律期媒”能集中后备母猪发情期，有效提高后备母猪利用率；疫苗方面，如猪传染性胸膜肺炎的克星——爱普克，可预防目前所有已知的 15 种血清型胸膜肺炎放线杆菌感染；智能产品方面，如猪场智能视频管控系统、仔猪处理车真正便利养殖活动。除此之外，默沙东动保还有针对公司产品“律期媒”提供的定制化服务：后备母猪 100 天管理计划、猪场管理审计、后备母猪入群计划等。

**默沙东动保与中国合作密切，业务范围广泛。**公司通过在中国直接建立子公司发展其业务，并由美国总部直接管理，在中国的业务主要包括研发、制造以及商业运营。1992 年默沙东（中国）有限公司便已经成立，2011 年默沙东与先声药业集团和重庆智飞生物签署合作协议，同年年底在北京成立亚洲研发总部和中国研发中心，作为默沙东实验室在全球的关键战略组成部分。目前默沙东在中国大陆地区共有 10 个分公司和 3 座工厂，工厂分别位于上海、杭州和南京，已设立家禽事业部、猪事业部、宠物事业部和反刍事业部四个部门，注册的产品种类近 50 种。

**表3：公司主要动保产品**

动物分类	产品种类	产品名称
宠物	化学药品	氟雷拉纳咀嚼片；
	生物制品	犬钩端螺旋体病（犬型、黄疸出血型）二价灭活疫苗、犬瘟热、传染性肝炎、细小病毒病、副流感四联活疫苗、犬瘟热、细小病毒病二联活疫苗、犬、猫狂犬病灭活疫苗；
家禽	化学药品	阿莫西林可溶性粉、复方戊二醛溶液、高效泡沫清洗剂；
	生物制品	肉鸡球虫活疫苗、鸡减蛋综合征灭活疫苗（BC14株）、鸡新城疫、传染性支气管炎、传染性法氏囊病、呼肠孤病毒感染四联灭活疫苗、鸡新城疫灭活疫苗（Clone 30株）、鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征三联灭活疫苗（Clone30株+M41株+BC14株）、鸡新城疫、传染性支气管炎二联灭活疫苗（Clone 30株+M41株）、鸡新城疫、传染性法氏囊病二联灭活疫苗（Clone 30株+D78株）、鸡传染性法氏囊病活疫苗（D78 株）、鸡呼肠孤病毒活疫苗（1133株）、鸡病毒性关节炎灭活疫苗（1733株+2408株）、鸡毒支原体活疫苗（MG 6/85株）；
牛	化学药品	普鲁卡因青霉素萘夫西林钠硫酸双氢链霉素乳房注入剂（干乳期）、硫酸头孢喹肟注射液、硫酸头孢喹肟乳房注入剂（泌乳期）、古博士™吸霉灵、复方戊二醛溶液、高效泡沫清洗剂、乳头封闭剂、氟尼辛葡甲胺注射液和地克珠利混悬液；
猪	化学药品	硫酸头孢喹肟注射液、古博士™吸霉灵、盐酸土霉素注射液、复方戊二醛溶液、高效泡沫清洗剂、烯丙孕素内服溶液、注射用血促性素、绒促性素、氟尼辛葡甲胺注射液、30%氟苯尼考注射液、2%纽弗罗预混剂、氯前列醇钠注射液、注射用血促性素、绒促性素和双甲脒溶液；
	生物制品	猪萎缩性鼻炎灭活疫苗、猪胸膜肺炎放线杆菌亚单位灭活疫苗和猪支原体肺炎灭活疫苗（J株）。

资料来源：公司年报，民生证券研究院



## 3 投资建议

### 3.1 行业投资建议

二季度末以来，国内生猪价格维持高位运行，随着养殖端盈利状况持续回升，补栏积极性相应提高，动保行业景气度将快速回升。当前国内各动保企业不断加大研发投入力度，在对现有产品升级的同时，积极推出组合防疫的方案，在这场动物防疫的“军备竞赛”中，新品储备丰富、营销渠道布局完备的企业才有望在新一轮景气周期把握业绩红利。推荐兽用生物制品板块的中牧股份、科前生物、普莱柯、瑞普生物，建议关注兽用化药板块的回盛生物。

**表4：动保行业重点关注个股**

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600195.SH	中牧股份	13.99	0.50	0.52	0.64	28	27	22	推荐
688526.SH	科前生物	22.82	1.23	1.19	1.65	19	19	14	推荐
603566.SH	普莱柯	31.56	0.76	0.75	0.88	42	42	36	推荐
300119.SZ	瑞普生物	22.16	0.88	0.83	0.99	25	27	22	推荐
300871.SZ	回盛生物	28.20	0.80	0.60	1.40	36	47	20	/

资料来源：Wind，民生证券研究院测算（注：股价为2022年9月14日收盘价；未覆盖公司数据采用wind一致预期）

## 4 风险提示

**1) 养殖规模化放缓。**规模养殖场头均防疫费用高于普通散养户，因此养殖业规模化发展作为动保行业发展的助推器，若不能按预期进程发展，将会影响兽药使用规模增长缓慢，行业盈利能力放缓甚至出现下滑。

**2) 政策实施不及预期。**当前动保行业在政策方面有两大催化剂，一是 2022 年 6 月之前所有兽药生产企业均需完成新版兽药 GMP 的改造验收，二是 2025 年实现政府招采疫苗全面取消。若政策不能照预期落地，行业竞争格局或将难以得到优化，市场苗的渗透率也将难以进一步提升。

**3) 突发重大动物疫病。**突发性的重大动物疫情或在短期内使得养殖户降低养殖量，将使得动保产品销量大幅下滑，从而导致行业经营状况下滑。

## 插图目录

图 1: 美国生猪养殖行业结构.....	3
图 2: 海外动保市场销售额及增速.....	3
图 3: 2005-2020 年全球动保产品市场份额.....	4
图 4: 2020 年全球畜禽及宠物动保市场份额.....	4
图 5: 2000 年后全球四大动保巨头重要收购.....	5
图 6: 2020 年国外头部动保企业市场份额.....	6
图 7: 2021 年全球主要动保企业销售额 (亿美元) .....	6
图 8: 2021 年美国宠物市场细分占比.....	6
图 9: 2018~2021 年美国宠物市场规模及增速.....	6
图 10: 2013~2020 中国动保行业增速与养殖规模化对比.....	7
图 11: 2020 年中国动保企业 TOP10 市场份额.....	7
图 12: 硕腾自独立起发展历程.....	8
图 13: 2013-2021 营业收入 (亿美元) 及增速.....	9
图 14: 2013-2021 净利润 (亿美元) 及增速.....	9
图 15: 2021 年公司在不同国家营收 (亿美元) .....	9
图 16: 2013-2021 年公司营收构成 (亿美元) .....	9
图 17: 2021 年公司针对不同物种营收占比 (%) .....	10
图 18: 2021 年公司不同产品类型收入占比 (%) .....	10
图 19: 勃林格殷格翰发展历程.....	12
图 20: 2017-2021 营业收入 (亿欧元) 及增速.....	12
图 21: 2017-2021 年公司不同业务营收 (亿欧元) .....	12
图 22: 2021 年公司营收分区域占比 (%) .....	13
图 23: 2021 年公司动保业务营收占比 (%) .....	13
图 24: 2017-2021 年公司研发投入及研发收入比.....	13
图 25: 2018-2021 年公司研发和收入增速 (%) .....	13
图 26: 默沙东发展历程.....	14
图 27: 2013-2021 营业收入 (亿美元) 及增速.....	15
图 28: 2013-2021 净利润 (亿美元) 及增速.....	15
图 29: 2019-2021 年公司不同地区营收情况 (亿美元) .....	15
图 30: 2018-2021 年动保分业务营收情况 (亿美元) .....	15

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1: 公司主要动保产品.....	11
表 2: 公司主要动保产品.....	14
表 3: 公司主要动保产品.....	16
表 4: 动保行业重点关注个股.....	17

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026