

2024年01月09日

农林牧渔

SDIC

行业深度分析

证券研究报告

# 动物保健行业：周期与成长并存，增量空间广阔

## 目 政策引领发展，行业规划化、市场化提速

国内兽药市场规模保持高增，2021年我国兽药产业销售额为686.18亿元，同比+10.50%，2017-2021年行业CAGR为9.74%。**化药：**随着禁抗政策与新兽药GMP推行，小型企业加速出清，行业集中度提升。**疫苗：**受“先打后补”及“2025年全面取消政采”政策影响，强免苗市场份额持续走低，各企业纷纷转向市场苗，行业竞争活力被激活，2021年强免苗市场份额占比为35.4%，相较2016年下降17.0pct。

## 目 周期、成长双属性驱动，把握多重机会

**周期性：**动保产品需求受养殖业景气度及养殖数量影响，其中养殖业景气度是最主要的影响因素。从生猪及白鸡周期角度分析，目前二者均处于降产能的阶段，猪鸡价格处于低位，我们判断生猪周期将于2024年H2迎来反转，白鸡周期将于2024年Q1迎来反转，动保作为后周期行业，有望充分受益养殖景气度提升，进一步提升业绩水平。**成长性：**1) 养殖规模化扩容动保市场空间。由于规模场药苗费用高于散户，随着养殖业规模化加速，将带动保产品放量。2) 养殖端药苗需求升级，催化产品更新迭代。目前相较于传统产品，新型产品更易获得较高毛利，在竞争中行业整体活力被激发。3) 多品种市场焕发活力，纵向扩容市场空间。生猪外的其他经济动物的养殖规模不断提高，支撑对应动保产品市场扩增。

## 目 关注非瘟疫苗审批进展，市场空间有望超百亿

由于非瘟严重威胁生猪健康，养殖端需求度较高，市场空间广阔，有望大幅扩容动保市场。多家企业非瘟疫苗项目进展顺利，应急评审稳步推进。我们预计上市初期渗透率在30%，单价为20元/支，预计市场份额为91亿元，后续随市场渗透率逐步提升至80%，单价下滑至15元/支，预计对应市场空间达182亿元。

## 目 背靠“它经济”，看好宠物动保长期成长空间

养宠热带动宠物行业快速发展，但国内宠物动保市场份额不高，整体处于起步阶段，市场大部分被国外品牌占据。随着动保企业持续加码宠物端，2022年共有16个宠物产品获批新兽药证书，宠物动保产品的国产替代进程已经开启。目前已有7款猫三联疫苗通过应急评审，有望重塑国外品牌占据垄断猫三联市场格局。

**目 风险提示：**养殖端景气度不及预期风险；动物疾病暴发风险；非瘟疫苗审批进程缓慢风险；产品渗透率不及预期风险；市场规模预测及假设不及预期。

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票 目标价(元) 评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.0	7.7	2.3
绝对收益	-5.3	-3.3	-15.1

冯永坤

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523090001

fengyk@essence.com.cn

### 相关报告

供应端减量趋势显现，关注	2024-01-01
白羽鸡景气度上行	
生猪产能持续加速去化，关	2023-12-26
注白羽鸡景气度变化	
腌腊价格反弹不改产能去化	2023-12-18
趋势	
产能去化加速，关注冬季猪	2023-12-11
病	
产能去化仍将持续，关注生	2023-12-05
猪板块	

## 目 录

1. 兽药行业：政策引领发展，行业规范化、市场化提速	4
1.1. 市场规模持续增长，行业进入规范发展期	4
1.2. 兽用化药：政策推动落后产能出清，行业集中度提升	5
1.3. 兽用生物制品：政策驱动市场化发展，激发行业竞争活力	8
2. 周期、成长双属性驱动，把握多重机会	9
2.1. 后周期属性突出，静待行业底部回升	9
2.2. 行业成长属性不变，多因素共振利好长期发展空间	10
2.2.1. 成长逻辑之一：养殖规模化扩容动保市场空间	10
2.2.2. 成长逻辑之二：养殖端药苗需求升级，催化产品更新迭代	11
2.2.3. 成长逻辑之三：多品种市场焕发活力，纵向扩容市场空间	13
3. 把握多重增量空间，短期长期均有看点	13
3.1. 关注非瘟疫苗审批进展，市场空间有望超百亿	13
3.2. 背靠“它经济”，看好宠物动保长期成长空间	15
3.2.1. 国内宠物动保市场：养宠热带来新机遇，宠物动保扬帆起航	15
3.2.2. 进口品牌表现强势，品牌运营效果显著	16
3.2.3. 多企业持续加码宠物端，国产替代加速推进	17
4. 上市公司分析：群雄逐鹿，风起云涌	19
5. 投资建议	21
6. 风险提示	21

## 目 录

图 1. 兽药产品分类	4
图 2. 2017-2021 年兽药行业销售额及增速	4
图 3. 2021 年兽药行业分产品销售额占比	4
图 4. 我国兽药产业正处于规范发展期	5
图 5. 2016-2021 年不同类型企业数量	5
图 6. 2016-2021 年不同规模企业占比	5
图 7. 我国抗菌药按使用目的的分类统计	6
图 8. 2019-2020 年中国兽用抗菌药的使用途径分类情况	6
图 9. 2020-2021 年不同规模化药企业占比	7
图 10. 原料药&制剂企业 CR10 销售额占比	7
图 11. 2017-2021 年兽药行业原料药销售额及增速	7
图 12. 2017-2021 年化药制剂销售额及增速	7
图 13. 兽用生物制品销售额保持增长	8
图 14. 强免苗销售占比走低	8
图 15. 动保行业表现出后周期属性	9
图 16. 生猪产能持续去化（单位：万头）	9
图 17. 在产父母代存栏下行（单位：万套）	9
图 18. 供应偏多猪价已磨底近一年（单位：元/公斤）	10
图 19. 鸡价处于低位（单位：元/公斤）	10
图 20. 生猪养殖规模化加速	10
图 21. 上市猪企 cr8 出栏量占比持续提高	10
图 22. 规模/散养生猪头均医疗防疫费用（单位：元/头）	11
图 23. 2015-2022 年猪企头均药苗费用（单位：元/头）	11

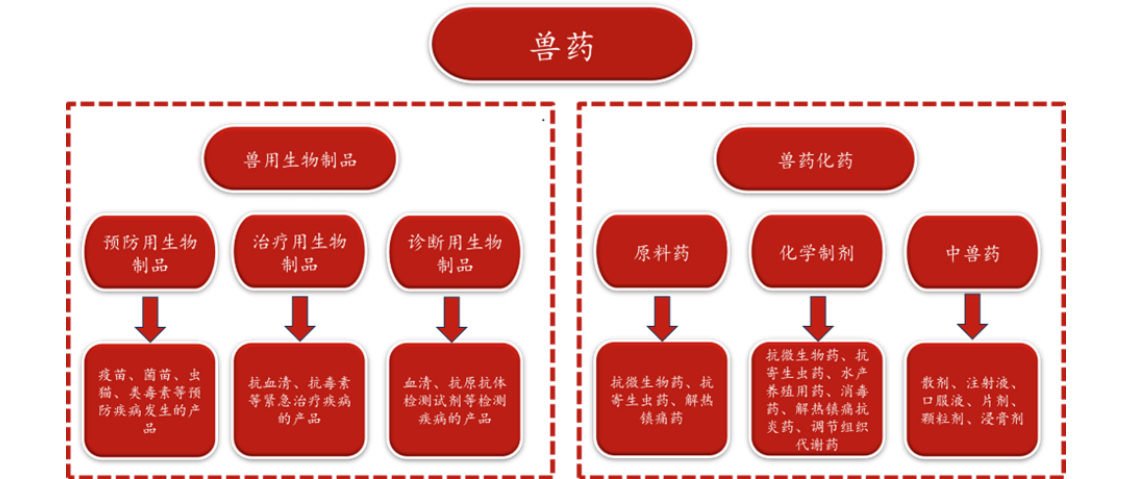
图 24. 口蹄疫 OA 二价疫苗批签发占比 .....	12
图 25. 猪圆环-支原体二联苗批签发占比 .....	12
图 26. 牛羊、家禽及水产年人均消费量保持高增长（单位：公斤） .....	13
图 27. 牛羊、家禽及水产出栏量/产量保持增长 .....	13
图 28. 2017-2021 年禽用生物制品销售额及增速 .....	13
图 29. 2017-2021 年牛羊用生物制品销售额及增速 .....	13
图 30. 非瘟疫苗应急评价流程 .....	14
图 31. 2013-2022 年国内宠物行业市场规模及增速 .....	15
图 32. 2015-2021 年国内宠物药品市场规模及增速 .....	15
图 33. 2021 年国内宠物动保市场销售额占比 .....	16
图 34. 宠物免疫驱虫渗透率明显提升 .....	16
图 35. 2021 年犬驱虫药品牌使用率 TOP10（%） .....	16
图 36. 2021 年猫驱虫药品牌使用率 TOP10（%） .....	16
图 37. 2021 年宠物疫苗品牌使用率 TOP5 .....	17
图 38. 2021 年宠主驱虫药消费决策因素 .....	17
图 39. 2021 年宠主驱虫药购买渠道偏好 .....	17
图 40. 2011-2022 年我国宠物类新兽药证书注册情况 .....	19
图 41. 动保企业历史 PE（TTM） .....	21
表 1: 禁抗相关政策 .....	6
表 2: 《兽药 GMP（2002 年修订）》和《兽药 GMP（2020 年修订）》对比 .....	7
表 3: “先打后补”相关政策 .....	8
表 4: 头部猪企持续扩张产能（截至 2023 年半年报） .....	11
表 5: 动保上市企业 2021-2023 年获得新兽药证书的多联多价疫苗 .....	12
表 6: 进展靠前的非瘟疫苗研发企业及相关信息 .....	14
表 7: 其他非瘟疫苗研发项目概况 .....	14
表 8: 理想情况下非瘟疫苗市场需求量测算 .....	15
表 9: 非瘟疫苗市场规模测算 .....	15
表 10: 猫三联疫苗各家公司的进度 .....	18
表 11: 动保上市公司布局宠物板块情况（√: 已布局, △: 布局中, ×: 暂未布局） .....	18
表 12: 动保上市企业产品布局图（√: 已上市, △: 在研, ×: 暂未布局） .....	19
表 13: 动保企业猪用疫苗覆盖疾病种类（√: 已上市, △: 在研, ×: 暂未布局） .....	20
表 14: 动保企业禽用疫苗覆盖疾病种类（√: 已上市, △: 在研, ×: 暂未布局） .....	20

## 1. 兽药行业：政策引领发展，行业规范化、市场化提速

### 1.1. 市场规模持续增长，行业进入规范发展期

兽药指用于预防、诊断和治疗畜禽、宠物及其他经济动物疾病的药物。按照制作工艺不同，可分为兽用生物制品、兽用化药。其中，兽用生物制品包括预防用生物制品、治疗用生物制品、诊断用生物制品；兽用化药包括原料药、化学制剂和中兽药。

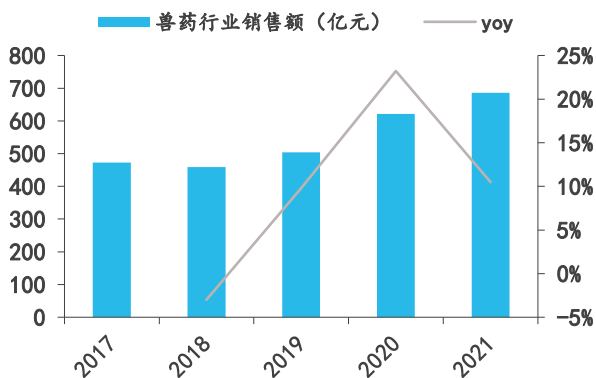
图1. 兽药产品分类



资料来源：《2021年兽药产业发展报告》，国投证券研究中心

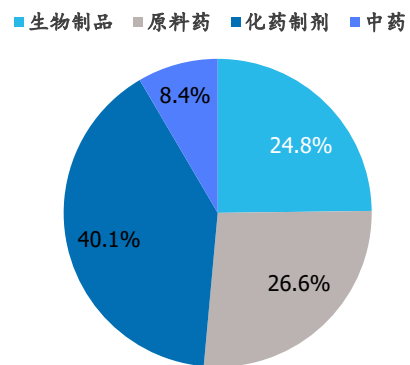
市场规模保持高增，化药占比突出。2021年我国兽药产业销售额为686.18亿元，同比+10.50%，2017-2021年兽药产业销售额CAGR为9.74%。分产品来看，2021年原料药和化药制剂的销售占比为66.7%，生物制品占比为24.8%，化药产品贡献了大部分的市场份额。

图2. 2017-2021年兽药行业销售额及增速



资料来源：历年兽药产业发展报告，国投证券研究中心

图3. 2021年兽药行业分产品销售占比



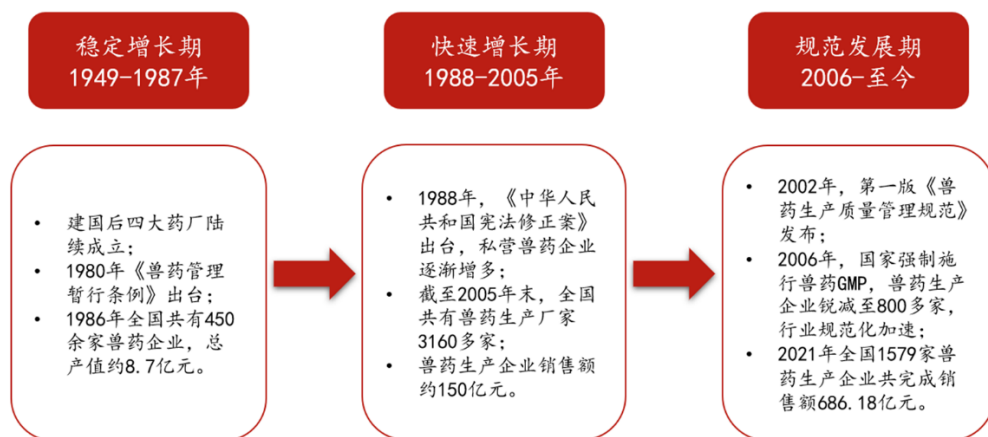
资料来源：《2021年兽药产业发展报告》，国投证券研究中心

我国兽药行业发展历程大致可以分为3个阶段：稳定增长期、快速增长期、规范发展期，目前行业已进入规范发展期。

- ▶ 计划经济时代的稳定增长期（1949-1987年）：新中国成立后，陆续成立了直属于农业部的四大药厂：南京药械厂、兰州生物药厂、成都药械厂、郑州兽医生物药品厂；在地方上，也陆续成立了由省级主管部门领导的兽药生产企业。1980年，国务院颁布了《兽药管理暂行条例》，行业向标准化发展。1986年全国共有450余家兽药企业，总产值约8.7亿元。

- 改革开放前期的快速增长期（1988-2005 年）：1988 年，《中华人民共和国宪法修正案》出台，鼓励私营经济发展，私营兽药企业尤其是生产经营中兽药和化药企业逐渐增多。截至 2005 年末，我国已取得生产文号的兽药生产厂家有 3160 多家，兽药经营企业 7 万多家；兽药生产企业销售额约 150 亿元，经营企业销售额约 170 亿元。
- 市场经济条件下的规范发展期（2006-至今）：2002 年 3 月，农业部发布了第一版《兽药生产质量管理规范》，进一步提高行业准入门槛；2006 年 1 月，国家强制施行兽药 GMP，兽药生产企业从 3160 多家锐减至 800 多家；2008 年，农业部进一步推进实施兽药 GMP，修订了兽药 GMP 现场检查验收评定标准，建立了兽药行业准入和退出机制。2021 年，全国 1579 家兽药生产企业共完成销售额 686.18 亿元。

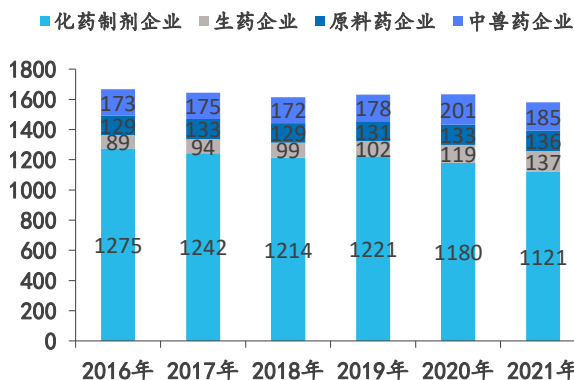
图4. 我国兽药产业正处于规范发展期



资料来源：《2020 年中国兽药产业发展报告》，国投证券研究中心

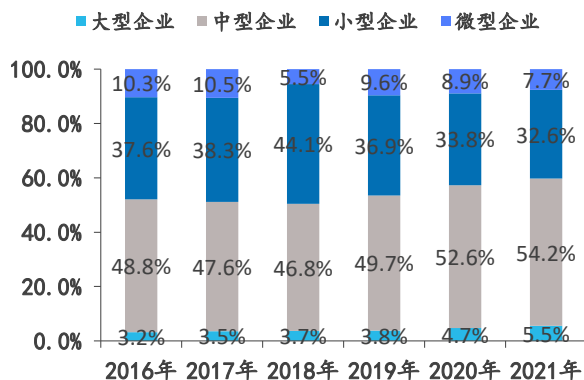
**企业结构：化药企业减少，行业集中度提升。**从企业类别上看，化药制剂类企业，由于门槛较低，随着行业竞争日益激烈，数量有所减少，2021 年数量为 1121 家，较 2016 年减少 154 家；而生药制药呈现逐年增加的态势，2021 年数量为 137 家，相较于 2016 年增长 53.9%。从企业规模上看，行业规模化发展势头强劲，大中型企业占比不断提升，相较于 2016 年，2021 年大型企业占比提升 2.3pct 至 5.5%，中型企业占比提升 5.4pct 至 54.2%。

图5. 2016-2021 年不同类型企业数量



资料来源：历年兽药产业发展报告，国投证券研究中心

图6. 2016-2021 年不同规模企业占比



资料来源：历年兽药产业发展报告，国投证券研究中心

## 1.2. 兽用化药：政策推动落后产能出清，行业集中度提升

**禁抗令出台，饲用抗生素用量减少。**饲用抗生素主要指以低于常规治疗剂量混合入饲料中的兽用抗生素，由于具有预防传染病，促进动物生长与生产、提高饲料利用率的作用，因此在

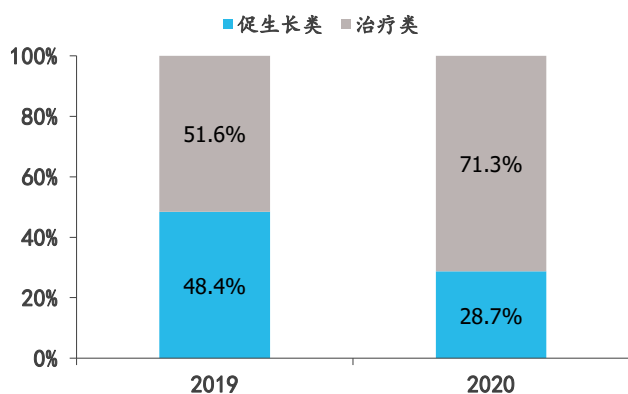
养殖端被广泛使用，从而导致食品端抗生素残留现象严重，最终危害人类健康。随着国民对食品安全的日益重视，我国从 2015 年开始颁布相关政策，整治抗生素滥用现象，并于 2019 年出台政策，禁止在饲料中添加促生长类抗生素。养殖端饲用抗生素已有明显减量，2020 年促生长类抗生素占比为 28.7%，同比-19.7pct，通过混饲途径给药的占比为 40.2%，同比-21.6pct。

表1：禁抗相关政策

时间	文件	主要内容
2015/9/7	《中华人民共和国农业部公告 第 2292 号》	发布在食品动物中停止使用洛美沙星、培氟沙星、氧氟沙星、诺氟沙星 4 种兽药的决定
2016/7/26	《中华人民共和国农业部公告 第 2428 号》	硫酸黏菌素停止用于动物促生长
2017/9/21	《中华人民共和国农业部公告 第 2583 号》	禁止非泼罗尼及相关制剂用于食品动物
2018/1/12	《中华人民共和国农业部公告 第 2638 号》	停止在食品动物中使用喹乙醇、氨苯胂酸、洛克沙酮等 3 种兽药
2019/7/10	《中华人民共和国农业农村部公告 第 194 号》	退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，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。
2021/10/25	《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案（2021-2025 年）》	到 2025 年末，50% 以上的规模养殖场实施养殖减抗行动

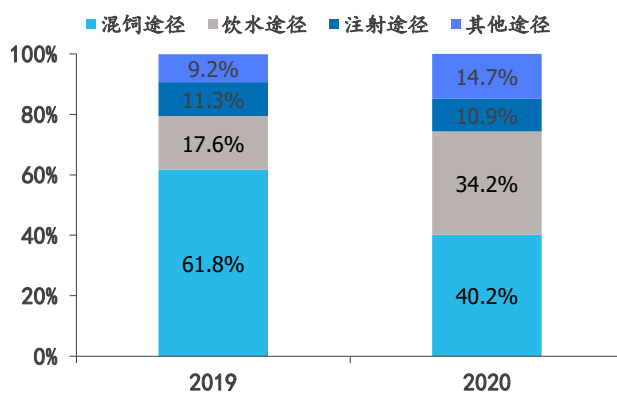
资料来源：农业农村部，国投证券研究中心

图7. 我国抗菌药按使用目的分类统计



资料来源：中国畜牧杂志，前瞻产业研究院，国投证券研究中心

图8. 2019-2020 年中国兽用抗菌药的使用途径分类情况



资料来源：农业农村部，智研咨询，国投证券研究中心

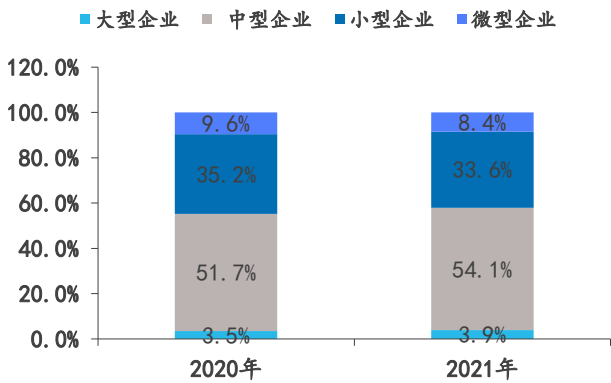
新版 GMP 出台后，小型企业加速出清，行业集中度提升。2020 年 4 月 21 日农业农村部发布《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》，对于兽药生产企业的厂房建设、人员素质、质量管理等提出了更严格的要求。文件指出，所有兽药生产企业均应在 2022 年 6 月 1 日前达到新版兽药 GMP 要求；新建兽药生产企业以及兽药生产企业改、扩建或迁址重建生产车间，均应符合新版兽药 GMP 要求。小型企业由于无法负担升级改造费用，面临淘汰的可能，头部大型企业的市场份额进一步提高。2021 年，大中型化药企业数量占比为 58.0%，同比增长 2.8pct。原料药方面：前 10 大企业 2021 年实现收入 82.5 亿元，同比+28.9%，对应 CR10 为 45.1%，同比+2.2pct。化药制剂方面：前 10 大企业 2021 年实现收入 65.57 亿元，同比+8.5%，但对应 CR10 保持在 24% 附近。

表2: 《兽药GMP(2002年修订)》和《兽药GMP(2020年修订)》对比

政策对比	《兽药GMP(2002年修订)》	《兽药GMP(2020年修订)》
厂房建设	厂房设备要求基础, 无污染、防虫害、仓储运输合规、排放合规。	原有基础上细分兽药生产厂房, 不同类型兽药使用不同厂房, 兽药厂房不得生产非兽药产品。
人员要求	1) 生产、质量管理人员具备大专以上学历; 2) 生产一线人员具备高中以上学历; 3) 辅助生产人员具备初中以上学历。	1) 生产管理人员具备本科学历, 具有至少3年经验; 2) 质量管理人员具备本科学历, 具有至少5年经验; 3) 首次提出质量授权人, 纳入药品生产企业关键人员。
质量管理	要求企业建立质量管理部门, 但对部门人数、质量、检验设备没有明确规定。	1) 要求企业建立质量控制实验室; 2) 检验人员具备相关专业大专以上学历或从事3年检验工作的中专、高中以上学历; 3) 对检验设备、检验标准做了具体细化。
药品注册召回	1) 没有明确规定药物注册审批机制; 2) 无产品召回系统, 仅要求建立兽药退货与收回的书面程序。	1) 处方、工艺、质量标准、检测方法、原辅料、包装材料质量均需与注册批准一致才能注册通过; 2) 要求企业建立完善产品召回系统, 指定专门人员进行产品召回工作。

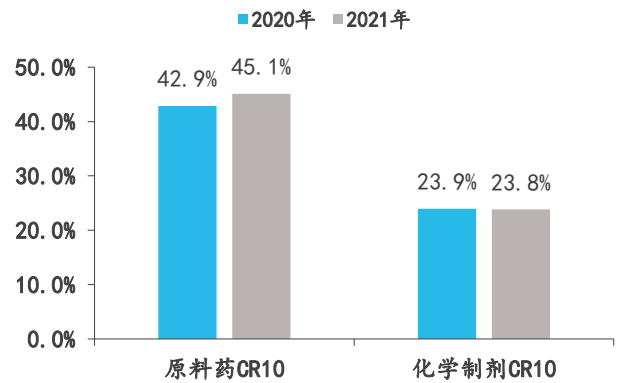
资料来源: 农业农村部官网, 国投证券研究中心

图9. 2020-2021年不同规模化药企业占比



资料来源: 历年兽药产业发展报告, 国投证券研究中心

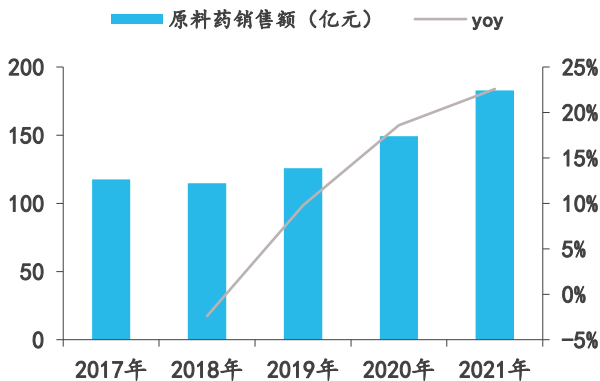
图10. 原料药&制剂企业CR10销售额占比



资料来源: 历年兽药产业发展报告, 国投证券研究中心

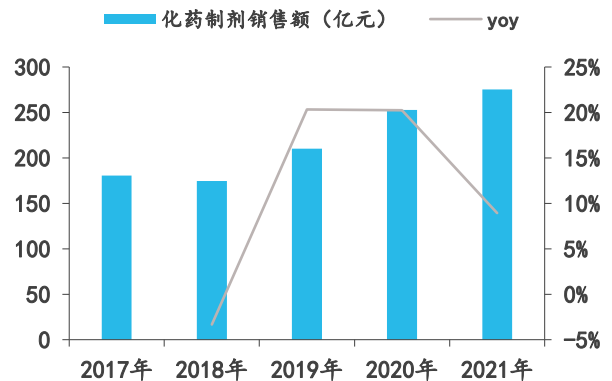
原料药保持高增, 化药制剂增速下滑。多政策影响下, 行业趋向规范化、规模化发展, 市场份额依旧保持增长, 2021年原料药销售额为182.85亿元, 同比+22.58%, 2021年化药制剂销售额为275.18亿元, 同比+8.93%。

图11. 2017-2021年兽药行业原料药销售额及增速



资料来源: 历年兽药产业发展报告, 国投证券研究中心

图12. 2017-2021年化药制剂销售额及增速



资料来源: 历年兽药产业发展报告, 国投证券研究中心

### 1.3. 兽用生物制品：政策驱动市场化发展，激发行业竞争活力

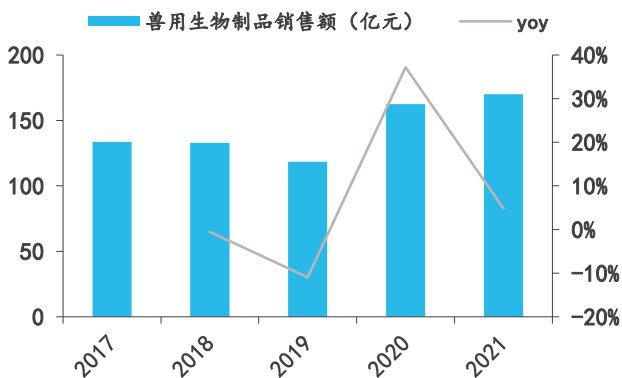
强免苗市场缩量明显，市场化程度提升。2015年9月，农业部首次提出“先打后补”政策后，并于2021年2月在所有省份的规模养殖场户全面推行“先打后补”，并提出至2025年全面取消政采苗。2021年1月起生猪养殖端进入下行周期，疫苗消费热情有所下滑，2021年兽用生物制品销售额为170.18亿元，增速减缓，同比+4.82%。由于2017年蓝耳及猪瘟退出强免，强免苗份额保持下行走势，2021年占比为35.4%，较2016年下降17.0 pct。

表3：“先打后补”相关政策

时间	文件	主要内容
2015/9/6	中秋国庆期间 天津畜牧兽医系统将启动疫情应急值班制度	农业部拟在天津市开展“先打后补”工作试点
2016/1/29	《2016年兽医工作要点》	推动优化动物防疫补助，探索实行“先打后补”政策
2017/3/20	《2017年国家动物疫病强制免疫计划》	要求各地积极开展“先打后补”政策
2018/2/14	《2018年兽医工作要点》	完善实施方案与推进措施，扩大“先打后补”实施范围
2019/2/20	《2019年国家动物疫病强制免疫计划》	确保河北、吉林、浙江、安徽、福建、江西、山东、湖南、云南、宁夏等地辖区内规模养殖场在2020年全面实现“先打后补”
2019/12/31	《2020年国家动物疫病强制免疫计划》	力争2020年实现试点地规模养殖场全覆盖“先打后补”政策
2021/2/1	《农业农村部办公厅关于深入推进动物疫病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》	2022年，全国所有省份的规模养殖场户实现“先打后补”，年底前政府招标采购强免疫苗停止供应规模养殖场户；2025年，逐步全面取消政府招标采购强免疫苗。

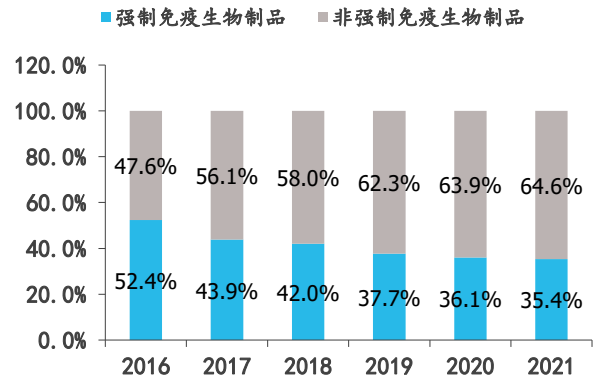
资料来源：农业农村部，国投证券研究中心

图13. 兽用生物制品销售额保持增长



资料来源：历年兽药产业发展报告，国投证券研究中心

图14. 强免苗销售占比走低



资料来源：历年兽药产业发展报告，国投证券研究中心

强免苗转向市场化，激活行业竞争活力。虽然政采苗品质不如市场苗，但价格较低，养殖户为完成强制免疫任务，往往选购政采苗。整体政采市场空间稳定，导致部分企业较为依赖政采市场。“2025年取消政采”公布后，各企业纷纷转向市场苗，激活行业竞争活力，促进企业加码研发端，推出高质量产品，研发能力成为企业核心竞争力；同时原有销售格局被打破，渠道建设水平成为新形势下动保企业的重要看点。

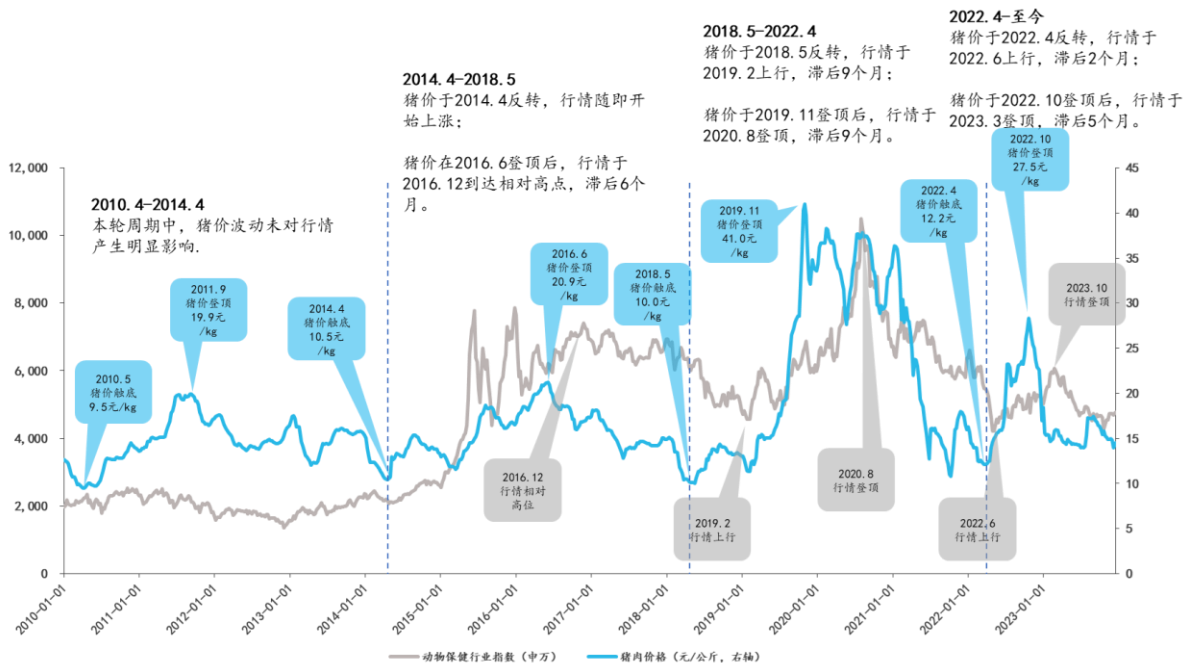


## 2. 周期、成长双属性驱动，把握多重机会

### 2.1. 后周期属性突出，静待行业底部回升

动保行业处于养殖行业的上游，动保产品需求受养殖业景气度及养殖数量影响。短期来看，在未发生重大疫情的情况下，行业整体养殖数量保持稳定，养殖业景气度是最主要的影响因素。养殖户在行情好时，更愿意使用药苗保证健康，在行情差时，则偏向减少药苗用量以节约成本。从市场行情表现上看，行情往往在猪价开始上涨后，开始上行，在猪价登顶后，仍可持续上行一段时间。

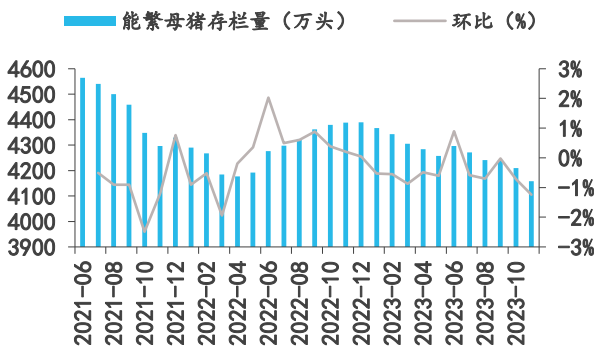
图15. 动保行业表现出后周期属性



资料来源: wind, 国投证券研究中心

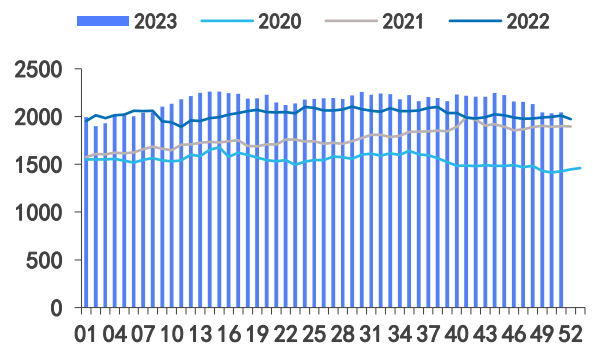
养殖行业有望于 2024 年迎来反转。从生猪及白鸡周期角度分析，目前二者均处于降产能的阶段。**生猪**：已持续低价亏损近一年，产能持续去化，截至 2023 年 11 月能繁母猪存栏为 4158 万头，相较 2021 年高点去化幅度达 8.90%，预计周期将于 2024 年 H2 迎来反转。**白鸡**：由于产能上行，鸡苗供应增加，自 2023 年 4 月中旬以来，白羽肉鸡价格持续下探。中国畜牧业协会数据显示，监测企业产能水平自 2023 年 10 月底开始下降，已去化 9.46%，预计白鸡周期将于 2024 年 Q1 迎来反转。动保作为后周期行业，有望充分受益养殖景气度提升，进一步提升业绩水平。

图16. 生猪产能持续去化（单位：万头）



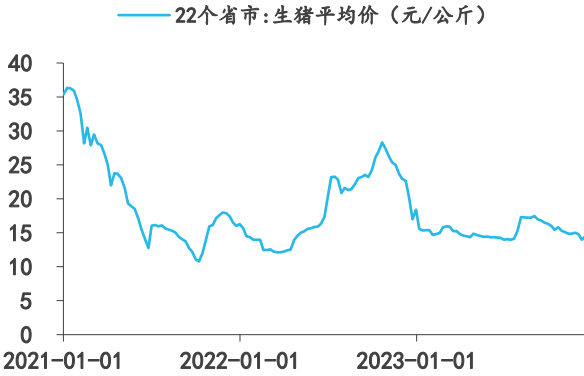
资料来源: wind, 国投证券研究中心

图17. 在产父母代存栏下行（单位：万套）



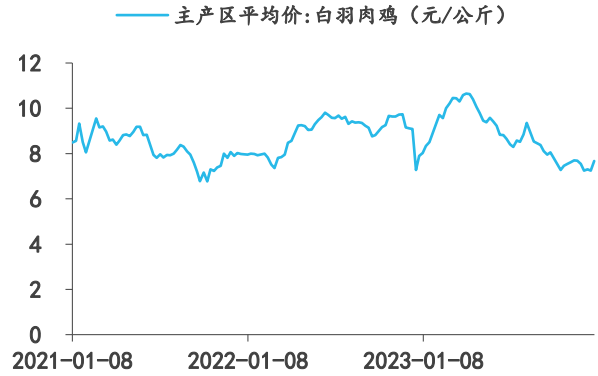
资料来源: 中国畜牧业协会, 国投证券研究中心

图18. 供应偏多猪价已磨底近一年（单位：元/公斤）



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图19. 鸡价处于低位（单位：元/公斤）



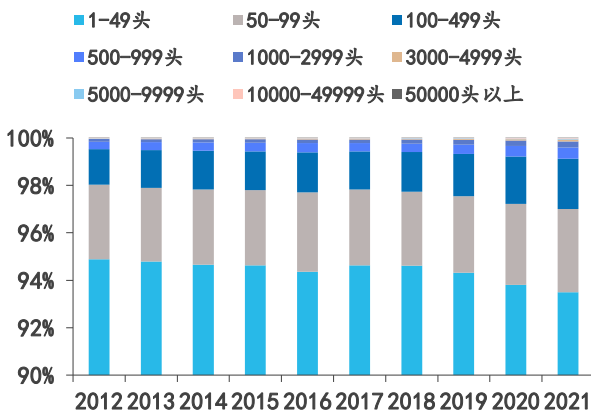
资料来源: wind, 国投证券研究中心

## 2.2. 行业成长属性不变，多因素共振利好长期发展空间

### 2.2.1. 成长逻辑之一：养殖规模化扩容动保市场空间

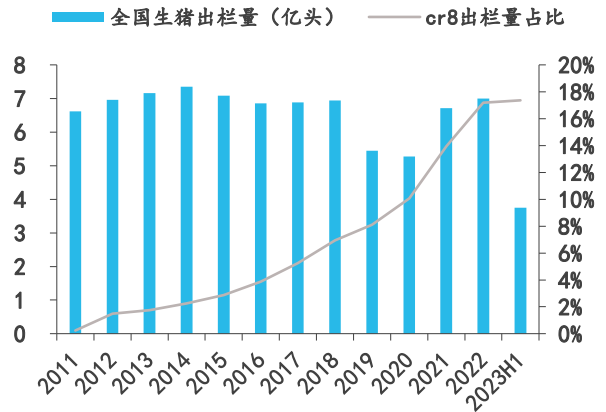
生猪出栏数量保持稳定，养殖规模化加速。长期视角下，兽药产业的市场规模依赖于取决于2点因素：1) 养殖基数；2) 单个动物药苗费用。从当下最大的动保市场-猪用板块来看，近几年养殖户除2018-2019年受非洲猪瘟影响较大外，其余年份生猪出栏数量均保持在7亿头左右。因受到环保要求提升以及重大疫情的影响，散户不具备升级改造的能力且疫情防控能力较差，持续退出市场。上市公司方面，则持续扩大产能，出栏占比逐渐提高，2022年前8大上市猪企（牧原股份、温氏股份、\*ST正邦、新希望、大北农、天邦股份、傲农生物、中粮家佳康）总计出栏1.20亿头生猪，占全国生猪出栏数量的17.19%，同比提升3.24 pct。

图20. 生猪养殖规模化加速



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图21. 上市猪企 cr8 出栏量占比持续提高



资料来源: wind, 国投证券研究中心

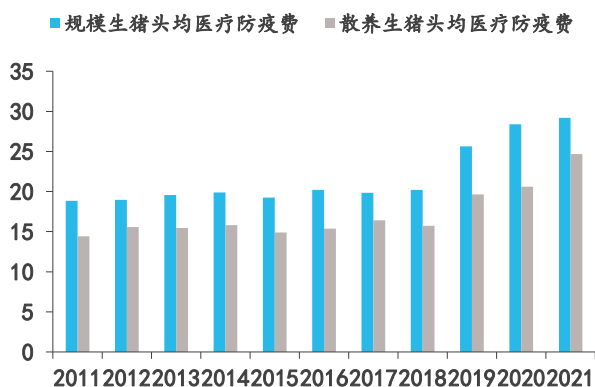
表4: 头部猪企持续扩张产能 (截至 2023 年半年报)

公司	重要在建项目数/个	预算数 (亿元)
牧原股份	32	403.57
温氏股份	16	28.73
*ST 正邦	21	23.05
新希望	10	36.41
天邦股份	5	24.60
傲农生物	11	13.18
大北农	2	2.62

资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

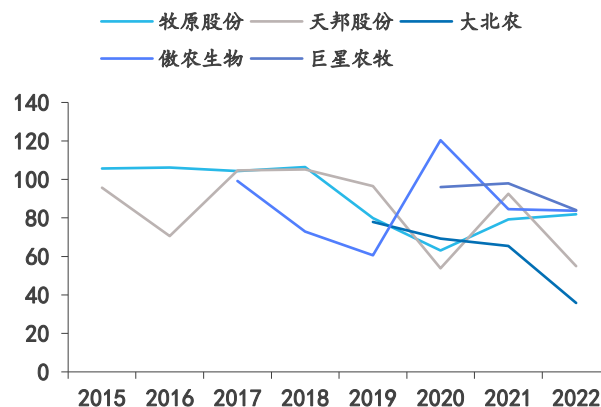
规模养殖扩容动保市场, 集团场药苗费用高于行业平均。由于规模场具备更强的防疫意识和防疫需求, 规模场在疫苗药品上的投入往往高于散户, 从 2021 年的头均医疗防疫费用上看, 散户与规模场有着 4.5 元/头的差距, 而集团养殖场的头均药苗费用则更高, 2022 年巨星农牧的头均药苗费用高达 84.0 元/头。

图22. 规模/散养生猪头均医疗防疫费用 (单位: 元/头)



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图23. 2015-2022 年猪企头均药苗费用 (单位: 元/头)



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

## 2.2.2. 成长逻辑之二: 养殖端药苗需求升级, 催化产品更新迭代

养殖端面临疫病防控新挑战, 多联多价苗已成主流趋势。在高度集约化养殖的过程中, 疾病更容易在动物间传播, 为病原体的变异和进化提供了条件, 因此兽药产品也需不断更新换代。在单品种市场中, 传统单苗已无法满足养殖端需求。相较单苗, 使用多联苗, 可有效减少接种造成的免疫应激以及疫苗注射的相关成本, 提高生产效率。近年来, 随着养殖数量和养殖密度的提升, 疫病的防控压力剧增, 免疫程序日益复杂, 简化免疫程序已成为越来越多养殖企业的追求。为解决下游客户防疫痛点, 建立竞争壁垒, 各公司加快推进对多联多价疫苗的研发工作。2021-2023 年上市动保公司, 共有 17 款多价苗, 11 款多联苗获得新兽药证书。

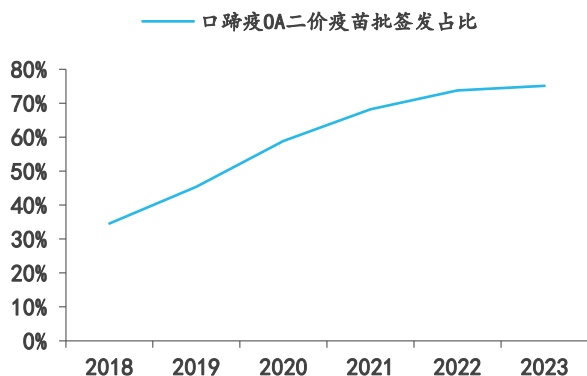
表5：动保上市企业 2021-2023 年获得新兽药证书的多联多价疫苗

公司	取得新兽药证书的产品
生物股份	猪圆环病毒 2 型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗 (2021 年)
	鸭传染性浆膜炎二价灭活疫苗 (2022 年)
	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (2022 年)
	重组禽流感病毒 (H5 亚型) 二价灭活疫苗 (2022 年)
	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感、传染性法氏囊病、禽腺病毒病五联灭活疫苗 (2023 年)
中牧股份	鸭病毒性肝炎二价灭活疫苗 (2023 年)
	牛口蹄疫 0 型、A 型二价合成肽疫苗 (2021 年)
	鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗 (2021 年)
	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗 (2022 年)
	口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗 (2022 年)
科前生物	猪口蹄疫 0 型、A 型二价合成肽疫苗 (2022 年)
	口蹄疫 0 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗 (2022 年)
	猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌二联亚单位疫苗 (2022 年)
	鸭传染性浆膜炎、大肠杆菌病二联灭活疫苗 (2021 年)
	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感、传染性法氏囊病四联灭活疫苗 (2021 年)
普莱柯	禽脑脊髓炎、鸡痘二联活疫苗 (2022 年)
	猪圆环病毒 2 型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗 (2022 年)
	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (2022 年)
	重组禽流感病毒 (H5 亚型) 二价灭活疫苗 (2022 年)
	副猪嗜血杆菌病二价灭活疫苗 (2022 年)
瑞普生物	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型)、传染性法氏囊病四联灭活疫苗 (2022 年)
	鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型)、传染性法氏囊病三联灭活疫苗 (2022 年)
	副猪嗜血杆菌病三价灭活疫苗 (2021 年)
	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (2021 年)
	鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗 (2022 年)
海利生物	鸡传染性鼻炎三价灭活疫苗 (2023 年)
	副猪嗜血杆菌病三价灭活疫苗 (2021 年)
申联生物	牛口蹄疫 0 型、A 型二价合成肽疫苗 (2021 年)
	猪口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗 (2023 年)

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

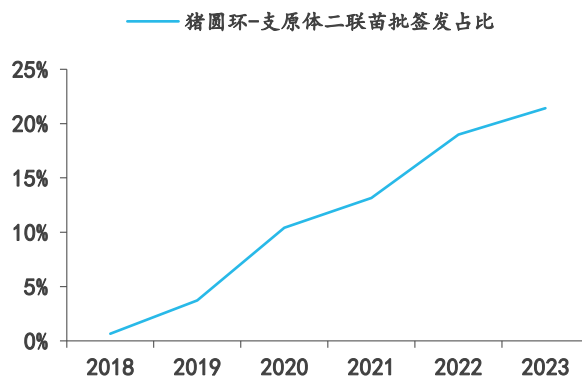
新品上市拉升毛利水平，替代传统产品重塑市场。在单品种疫苗市场中，往往会经历 3 个阶段：1) 产品获批后开始放量，此时产品毛利率较高，研发企业具备先发优势；2) 同行逐渐追赶，同类产品上市，毛利率下降；3) 推进新品研发，依靠品质更为优秀的新产品抢夺市场空间，并收获高于同类产品的毛利率。以口蹄疫 0A 二价苗及猪圆环-支原体二联疫苗为例，产品上市之后，迅速占据传统疫苗的市场份额，批签发占比逐年增长。

图24. 口蹄疫 0A 二价疫苗批签发占比



资料来源：国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

图25. 猪圆环-支原体二联苗批签发占比

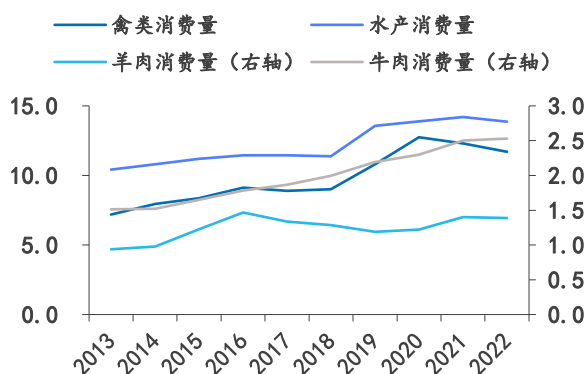


资料来源：国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

### 2.2.3. 成长逻辑之三：多品种市场焕发活力，纵向扩容市场空间

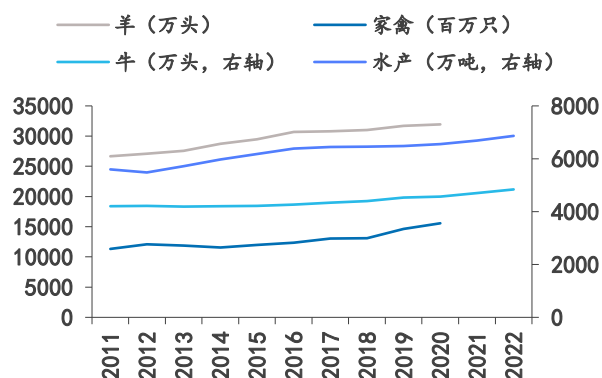
重视生猪以外其他种群动保市场，成长空间广阔。随着人民生活水平的提高，人们对于肉类蛋白需求变得更加多元化。从需求端看，近 10 年牛羊肉、禽肉、水产的人均消费量稳步走高，带动相对应的养殖业规模化发展，催生了对高品质动保产品的需求。2021 年禽用生物制品销售额为 66.85 亿元，同比-8.16%，虽然短期受困于高致病性禽流感疫苗政采市场减量，但整体趋势依旧保持增长，2017-2021 年 CAGR 为 10.60%。2021 年牛羊用生物制品销售额为 19.52 亿元，保持正增长，同比+10.20%。

图26. 牛羊、家禽及水产年人均消费量保持高增长（单位：公斤）



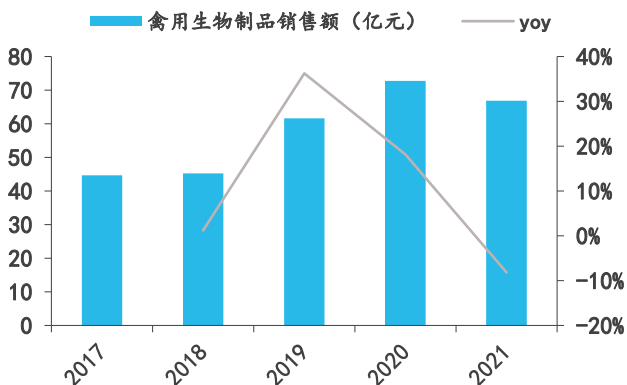
资料来源：wind，国投证券研究中心

图27. 牛羊、家禽及水产出栏量/产量保持增长



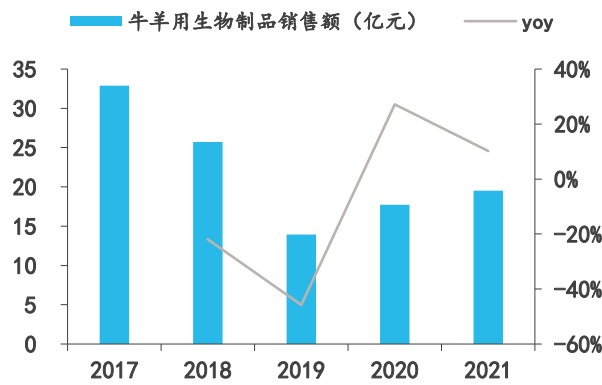
资料来源：wind，国投证券研究中心

图28. 2017-2021 年禽用生物制品销售额及增速



资料来源：历年兽药产业报告，国投证券研究中心

图29. 2017-2021 年牛羊用生物制品销售额及增速



资料来源：历年兽药产业报告，国投证券研究中心

## 3. 把握多重增量空间，短期长期均有看点

### 3.1. 关注非瘟疫苗审批进展，市场空间有望超百亿

非瘟影响严重，养殖端亟需疫苗。非洲猪瘟自 2018 年传入我国以来，对我国生猪养殖业带来了重大影响，且非洲猪瘟毒株易变异，感染变异株后呈现毒力减弱，潜伏期延长，相比传统毒株更难发现，依靠拔牙已经不足以完全防控非洲猪瘟的发生。当下尚无针对非瘟的特效药，因此养殖端对于非瘟疫苗的需求强烈，但从病毒结构上看，非洲猪瘟病毒基因组庞大，免疫机制复杂，疫苗研发难度大，国内尚无疫苗产品上市。进展较快的路径为中牧股份、生物股

份以及普莱柯的亚单位路线，其余研发路径进展缓慢。我们认为，无法仅从研发路径上来评判各企业的非瘟疫苗效果，最终的免疫效果需要养殖端的检验。

**表6：进展靠前的非瘟疫苗研发企业及相关信息**

公司	合作单位	技术路线	项目进展
普莱柯	兰州兽医研究所	亚单位疫苗	完善相关申报材料并再次提交审核
中牧股份	中科院生物物理所、中科院武汉病毒所、广东蓝玉	亚单位疫苗	已提交应急评价申请，正按照首次专家评审意见完善相关资料
生物股份	中科院生物物理所、中科院武汉病毒所、广东蓝玉	亚单位疫苗	已提交应急评价申请，正按照首次专家评审意见完善相关资料

资料来源：公司公告，投资者问答，国投证券研究中心

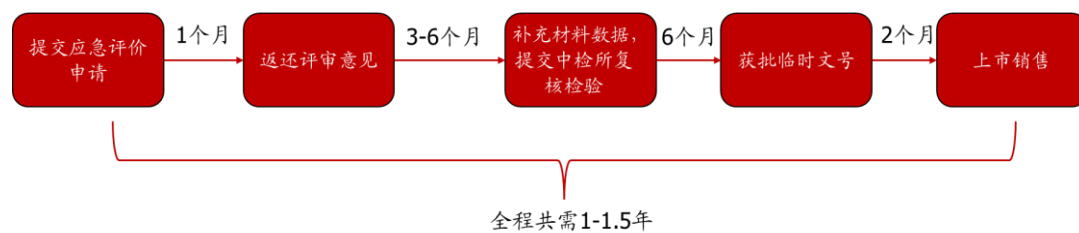
**表7：其他非瘟疫苗研发项目概况**

公司	合作单位	技术路线	项目进展
金河生物	吉林百思万可	灭活疫苗	5月提交应急评价申请，暂无首次专家评审意见反馈
科前生物	华中农业大学	活载体疫苗	实验室研究阶段，暂未提交应急评价
生物股份	上海蓝鹤	mRNA 疫苗	签订合作开发协议，仍处于实验室研究阶段
中联生物	上海兽医研究所	活载体疫苗	项目通过转基因安全“中间试验”，仍处于实验室研究阶段

资料来源：公司公告，投资者问答，国投证券研究中心

**应急评审稳步推进。**2021年农业农村部发布《兽药注册评价工作程序》，根据不同情形，将兽药的评审方式分为以下3种：一般评审、优先评审和应急评价。针对突发重大动物疫病应急处置所需的兽药，可启动应急评价。中牧股份、生物股份以及普莱柯参与的亚单位非瘟疫苗均于2023年4月提交应急评价，正处于应急评价流程之中。

**图30. 非瘟疫苗应急评价流程**



资料来源：农业农村部，国投证券研究中心

**非瘟疫苗有望大幅扩容动保市场，成为最大单品。**从非瘟对养殖业造成的危害以及暴发频率来看，纳入国家强制免疫疫苗计划的概率较大。非瘟疫苗将成为未来动保板块最大的增量市场，潜在市场空间巨大，有望超越口蹄疫疫苗成为行业第一大单品。根据各家企业对于疫苗的股价，综合考虑养殖端接受程度，我们预计非瘟疫苗将于2024年H2以市场苗的形式上市销售，终端售价约20元/支。

**预计上市初期渗透率不高，最终市场规模有望超百亿。**我们认为非瘟疫苗上市初期，集团场并不会大规模采购非瘟疫苗，中小猪场及散户将贡献主要市场份额。主要原因如下：1) 集团场生物安全防控体系较为完备，防疫经验丰富，非瘟所造成的影响较为有限；2) 集团场对于是否用苗有着更为严格评价体系，从疫苗上市到进入集团场药品采购名录，尚需一定时间验证疫苗性能；3) 中小猪场及散户在非瘟疫情中受损严重，对于疫苗需求更加强烈。因此预计非瘟疫苗上市初期渗透率在30%左右，疫苗单价为20元/支，市场空间为91亿元。参考口蹄

疫疫苗的发展趋势，后续随着其他企业的产品陆续获批，各企业生产工艺的进步，非瘟疫苗单价有望下降至 15 元/支；同时疫苗认可度提高，市场渗透率逐步提升至 80%，预计对应市场空间可达 182 亿元。

表8：理想情况下非瘟疫苗市场需求量测算

猪只种类	生猪数量 (亿头)	年头均免疫次数 (次)	年所需疫苗数量 (亿支)
育肥猪	7	2	15.2
母猪	0.4	3	

资料来源：农业农村部官网，国投证券研究中心

表9：非瘟疫苗市场规模测算

市场渗透率 (%)	疫苗单价 (元/支)		
	20	17.5	15
30%	91	80	68
50%	152	133	114
80%	243	213	182

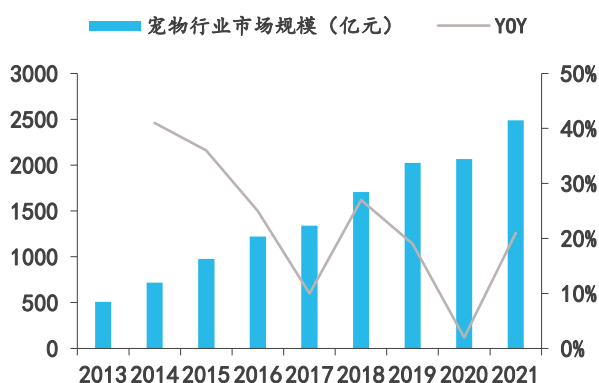
资料来源：国投证券研究中心

### 3.2. 背靠“它经济”，看好宠物动保长期成长空间

#### 3.2.1. 国内宠物动保市场：养宠热带来新机遇，宠物动保扬帆起航

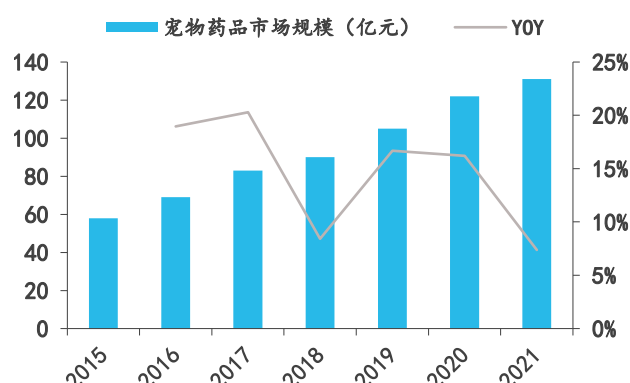
宠物市场规模持续扩容，宠物动保仍处于成长期。我国宠物行业处于快速增长期，产业链不断完善，2013-2022 年我国宠物行业市场规模由 510 亿元增至 2490 亿元，对应 CAGR 为 21.9%。在国内养宠热度空前高涨的大背景下，宠物动保市场迎来发展新机遇，但由于行业起步较晚，大部分企业规模较小，2021 年宠物药品市场规模为 131 亿元 (yoy+7%)，仅占宠物行业整体市场规模的 5.3%，市场潜力巨大。

图31. 2013-2022 年国内宠物行业市场规模及增速



资料来源：历年宠物行业白皮书，国投证券研究中心

图32. 2015-2021 年国内宠物药品市场规模及增速

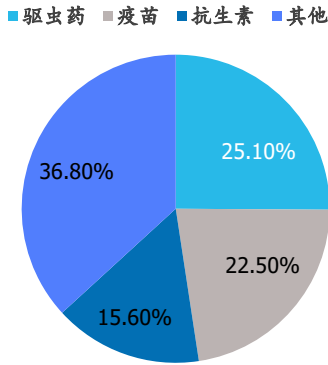


资料来源：《2022 年宠物医疗行业白皮书》，国投证券研究中心

驱虫药销售亮眼，疫苗渗透率仍有提升空间。宠物药品常分为疫苗、抗生素、驱虫药和其他药品。驱虫药：由于给药途径简单，效果显著，也可切断许多人畜共患病（如弓形虫）的传播途径，因此被宠主广泛使用，渗透率较高。以市场上热销的大宠爱和福来恩为例，官方指导的用药周期为 1 月/次，单个宠物每年需使用 12 次。较高渗透率叠加频繁使用，驱虫类产品是目前宠物药品中最热销的品类。《2021 年中国宠物医疗白皮书》数据显示，在宠物医院

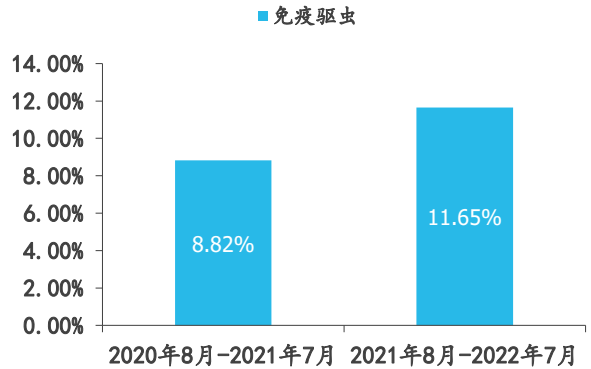
动保产品销售板块中，驱虫药销售额占比约 25.1%。**疫苗**：我国宠物基数庞大，但宠物免疫率不足 3%，且部分犬猫仅免疫一次，并非每年定期免疫，疫苗渗透率潜在提升空间巨大。据《2022 年宠物医疗行业白皮书》，犬因疫苗到店占比为 7.74%，排名第 5，猫因疫苗到店占比为 10.31%，排名第 3。随着行业宣传教育的深化和宠主防疫意识的提高，宠物疫苗和驱虫的渗透率已有所提升，2021 年 8 月-2022 年 7 月宠物疫苗驱虫到店情况占比为 11.65%，同比上一个观察期提升 2.8pcts。

图33. 2021 年国内宠物动保市场销售额占比



资料来源：《2021 年中国宠物医疗白皮书》，国投证券研究中心

图34. 宠物免疫驱虫渗透率明显提升

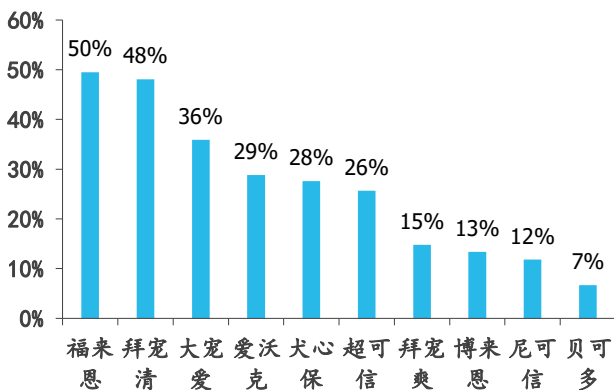


资料来源：《2022 年宠物医疗行业白皮书》，国投证券研究中心

### 3.2.2. 进口品牌表现强势，品牌运营效果显著

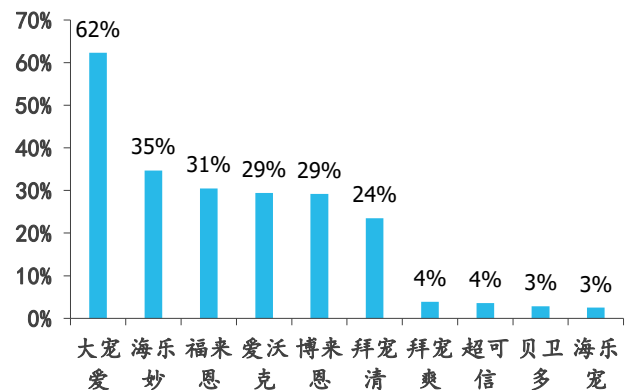
国外品牌市场地位稳固，国内品牌尚处发展初期。驱虫药品牌中，目前仅有浙江海正动保的海乐妙和海乐宠进入了猫驱虫药品牌使用率前 10，犬驱虫药品牌使用率前 10 则全部为国外品牌。而在疫苗品牌中，使用率前 5 的品牌均为国外品牌。

图35. 2021 年犬驱虫药品牌使用率 TOP10 (%)



资料来源：《2021 年中国宠物医疗白皮书》，国投证券研究中心

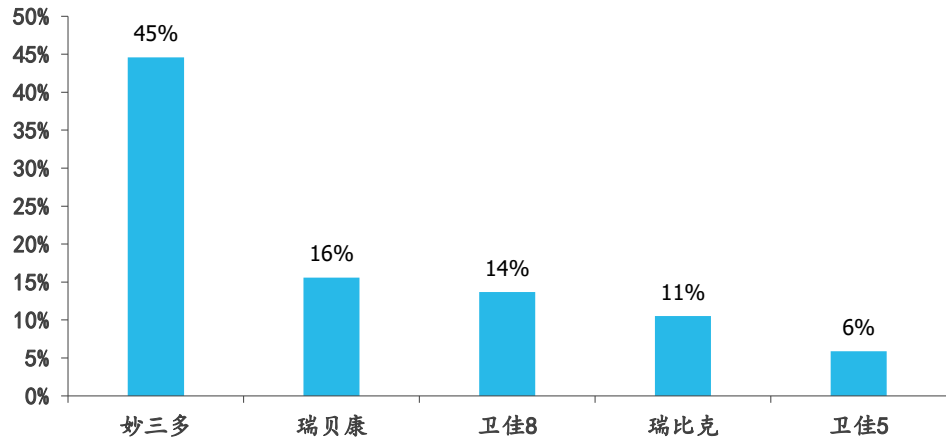
图36. 2021 年猫驱虫药品牌使用率 TOP10 (%)



资料来源：《2021 年中国宠物医疗白皮书》，国投证券研究中心



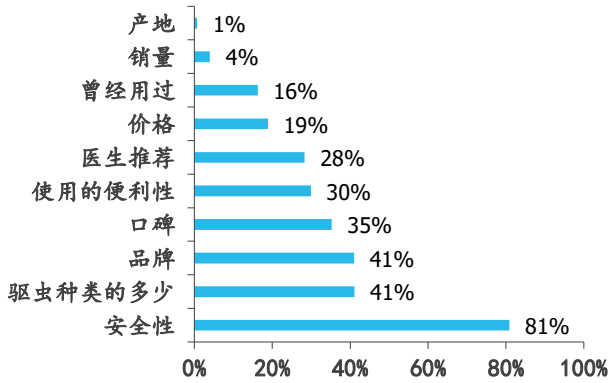
图37. 2021 年宠物疫苗品牌使用率 TOP5



资料来源：《2021 年中国宠物医疗白皮书》，国投证券研究中心

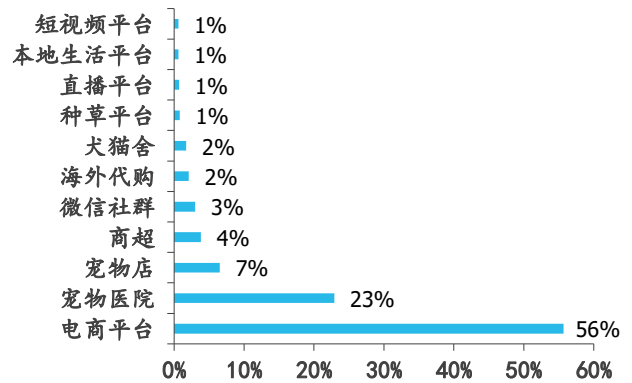
**消费属性突出，产品营销是关键。**在宠物主粮和罐头的选择上，宠主往往会根据自身收入水平进行选择。驱虫药以及疫苗等产品作为诊疗防疫用品，宠主对于产品的安全性和有效性，有着更高的要求，只有 19% 的用户会考虑价格，因此多选择较为成熟的国外品牌。除了国外产品本身产品质量较好以外，主要是由于国外品牌更早进入市场，在营销上持续投入，并坚持消费者教育，产品知名度较高。国内企业在产品推广之时，渠道端的建设至关重要，电商平台、宠物医院是最主要的销售渠道。

图38. 2021 年宠主驱虫药消费决策因素



资料来源：《2021 年中国宠物医疗白皮书》，国投证券研究中心

图39. 2021 年宠主驱虫药购买渠道偏好



资料来源：《2021 年中国宠物医疗白皮书》，国投证券研究中心

### 3.2.3. 多企业持续加码宠物端，国产替代加速推进

**产品体系有待完善，国产宠药任重道远。**由于行业整体起步较晚，技术和资金水平均落后于国际先进水平，目前国产宠物用品在品类覆盖，药品多样性上仍无法满足宠物临床诊疗的正常需求，使用人用药品的现象多有出现。进口兽药虽然产品价格较高，但产品疗效出色、安全稳定、副作用小，在早年已积累了一定的口碑，往往被广大宠主和宠物医生优先选择。以猫三联疫苗为例，目前国内仅有硕腾的“妙三多”一款产品，自 2011 年获批上市以来，已多次提价，也时常面临缺货的现象。“妙三多”的缺货既反应了硕腾产能建设和配套体系的不足，也体现了国内宠苗市场的巨大空间。对于国内企业来说，正可借此良机，实现宠物疫苗的国产替代。2023 年 8 月 22 日，首批 3 款猫三联疫苗通过应急评价，后续又有 4 款猫三联产品通过应急评价，正在申请临时文号，预计将于 2024 年 H1 上市。

表10：猫三联疫苗各家公司的进度

公司	合作科研单位	研究进度
瑞普生物	—	2023年8月22日通过应急评价
哈药集团	中国农业科学院上海兽医研究所、唐山怡安生物工程有限公司	2023年8月22日通过应急评价
博莱得利	北京博莱得利生物技术有限责任公司、中瑞动检（北京）生物技术有限公司	2023年8月22日通过应急评价
科前生物	华中农业大学、云南生物制药有限公司、华派生物技术（集团）股份有限公司	2023年10月17日通过应急评价
普莱柯	—	2023年12月6日通过应急评价
中牧股份	—	2023年12月6日通过应急评价
西诺生物	安徽爱宠生物科技有限公司、吉林正业生物制品股份有限公司	2024年1月3日通过应急评价
生物股份	—	已提交应急评价

资料来源：wind，公司公告，国投证券研究中心

**多企业持续加码宠物端，人药企业大力进军。**近年来，各家动保企业持续加码宠物板块，除传统驱虫、化药、疫苗等产品外，在保健品及宠物医院方面也在加速布局。2020年9月，农业农村部为进一步落实“放管服”工作，加快推进宠物用药品等注册工作，发布了《人用化学药品转宠物用化学药品注册资料要求》，以纾解宠物用药的临床供需矛盾，加速了人药企业布局宠物药品赛道的进程，目前已有多家人药企业布局宠物药品板块，包括海正药业、丽珠集团、蔚蓝生物、康辰药业等。《2022年宠物医疗白皮书》显示，目前国内共有195家企业生产宠物药品。

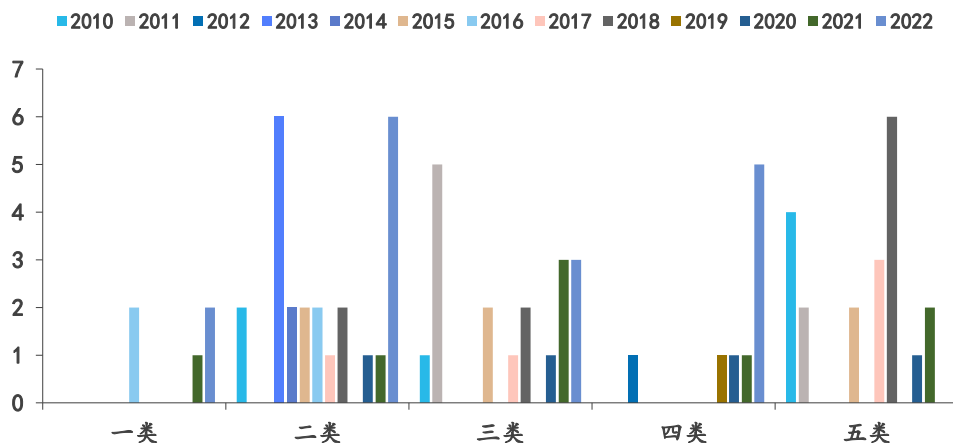
表11：动保上市公司布局宠物板块情况（√：已布局，△：布局中，×：暂未布局）

公司	宠苗	驱虫药	化药	保健品	宠物医院
生物股份	√	×	△	△	×
中牧股份	√	×	√	×	×
科前生物	√	×	×	×	√
普莱柯	√	√	√	√	×
瑞普生物	√	√	√	△	√
回盛生物	×	√	√	√	×
金河生物	△	△	△	×	×
海利生物	△	×	×	×	×

资料来源：wind，公司公告，国投证券研究中心

**国内新药研发加速，国产替代正当时。**2011-2022年我国宠物类新兽药证书共有77个，其中一类新兽药5个，二类新兽药25个，三类新兽药18个，四类新兽药9个，五类新兽药20个。随着各企业在研发端的大力投入，国产宠物药品陆续获批，2022年批准新兽药16个，同比2021年提升8个。其中包含3款驱虫药，1款犬二联疫苗，在驱虫和疫苗等高毛利率品类中，国产替代趋势向好。

图40. 2011-2022 年我国宠物类新兽药证书注册情况



资料来源：《2022 年中国宠物医疗白皮书》，国投证券研究中心

#### 4. 上市公司分析：群雄逐鹿，风起云涌

各有优势领域，完善产品矩阵已成趋势。上市公司方面，各有传统强势产品，但经历长时间的市场竞争，随着养殖端需求更新，已从提供单一产品的销售模式，转向提供全面动保产品及配套防疫方案的服务模式。近年来，各家纷纷通过收并购、合作研发等方式，填补现有产品矩阵的空缺，拓宽产品深度已成行业共识。

- **生物股份**：传统口蹄疫疫苗龙头，专精疫苗板块。在猪、反刍及禽类疫苗均有完善布局，非口产品份额逐步提升，有望持续增长。
- **中牧股份**：全能型国企动保，产品线全面，覆盖疫苗、化药两大板块，在饲料及贸易业务上也有所衍生。
- **科前生物**：背靠华中农大，非强免猪苗龙头，伪狂及腹泻产品市占率领先。
- **普莱柯**：全品类综合发展，产品销售能力升级，直销端占比持续提升。
- **瑞普生物**：禽苗业务行业领先，化药产能逐步释放。宠物板块布局领先行业，渠道优势显著。
- **回盛生物**：化药龙头，短期受困原材料价格上涨业绩承压，随新增产能逐步投产，盈利能力有望回暖。

表12：动保上市企业产品布局图（√：已上市，△：在研，×：暂未布局）

公司	猪苗	禽苗	牛苗	羊苗	水产苗	原料药	制剂
生物股份	√	√	√	√	×	×	×
中牧股份	√	√	√	√	×	√	√
科前生物	√	√	△	×	×	×	×
普莱柯	√	√	√	√	△	×	√
瑞普生物	√	√	√	√	△	√	√
回盛生物	×	×	×	×	×	√	√
金河生物	√	×	√	√	×	√	√
海利生物	√	√	×	×	×	×	×
申联生物	√	×	√	√	×	×	×
永顺生物	√	√	×	×	√	×	×

资料来源：公司公告，国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

猪苗市场已成必争之地。由于生猪仍为目前动保最大市场品种，各企业不断推出新品，抢夺市场份额。生物股份、中牧股份、科前生物已对主要猪病进行了产品覆盖，显著领先其余企业。

表13：动保企业猪用疫苗覆盖疾病种类（√：已上市，△：在研，×：暂未布局）

疾病	生物股份	中牧股份	科前生物	普莱柯	申联生物	瑞普生物	永顺生物	海利生物	金河生物
口蹄疫	√	√	×	△	√	×	×	√	△
伪狂犬	√	√	√	√	×	√	√	√	√
圆环	√	√	√	√	√	√	√	√	√
细小	√	√	√	×	△	√	×	√	√
猪传染性胸膜肺炎	√	√	√	×	×	×	×	×	×
传染性胃肠炎+流行性腹泻	×	√	√	√	△	√	△	√	√
乙脑	×	√	√	×	×	×	△	√	△
蓝耳	√	√	√	√	×	√	√	√	√
猪瘟	√	√	√	√	△	√	√	√	√
猪流感	√	√	√	×	×	×	△	×	△
非洲猪瘟	△	△	△	△	×	×	△	×	△
大肠杆菌	√	√	×	×	×	×	×	√	×
副猪嗜血杆菌	√	√	√	√	×	√	√	△	×
猪丹毒	√	√	△	×	×	△	√	×	√
副伤寒	√	√	×	×	×	×	×	×	×
支原体肺炎	√	√	√	√	×	△	√	√	√

资料来源：公司公告，国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

各企业对于禽类疾病的覆盖都较为全面。对于禽流感、新城疫、鸡痘、传染性法氏囊及传染性支气管炎做到了全覆盖，对于其他疾病往往采取联苗的方式加入到上述产品联苗方案中进行销售。瑞普生物基本实现了对禽类疾病的全覆盖，且市场规模保持领先。

表14：动保企业禽用疫苗覆盖疾病种类（√：已上市，△：在研，×：暂未布局）

品类	生物股份	中牧股份	科前生物	普莱柯	瑞普生物	永顺生物	海利生物
鸡新城疫	√	√	√	√	√	√	√
禽流感	√	√	√	√	√	√	√
鸡痘	√	√	√	√	√	√	√
禽脑脊髓炎	×	×	×	√	√	×	×
传染性法氏囊病	√	√	√	√	√	√	√
鸡马立克氏病	√	√	√	×	√	×	√
鸭病毒性肝炎	√	×	×	√	△	√	×
鸭坦布苏病毒病	√	√	√	×	√	△	×
鸡传染性支气管炎	√	√	√	√	√	√	√
鸡传染性喉气管炎	√	√	×	√	√	√	×
减蛋综合症	√	√	√	√	√	√	√
鸭瘟	×	×	√	√	√	√	√
鸭传染性浆膜炎	√	×	×	×	√	×	×
鸡传染性鼻炎	√	√	△	√	√	×	√

资料来源：公司公告，国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

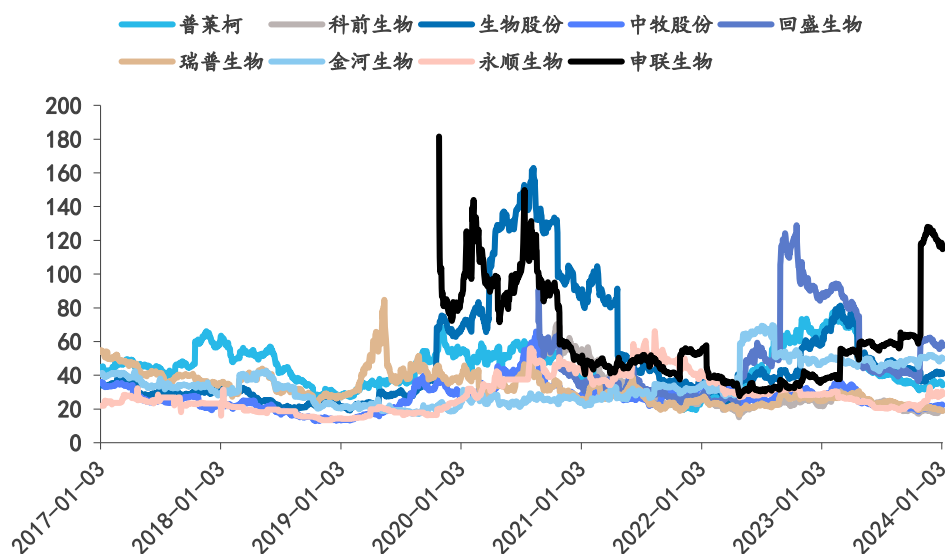
## 5. 投资建议

建议关注非洲猪瘟疫苗的审批进展，有望于 2024 年 H2 上市，推荐非瘟疫苗审批进展靠前的企业【生物股份】、【中牧股份】、【普莱柯】、【科前生物】，有望获取先发优势。

宠物动保的国产替代进展正逐步展开，国内企业持续加码宠物端，增量空间巨大。推荐【瑞普生物】，公司的猫三联疫苗进展较快，是国内首批通过应急评价的企业之一；宠物端产品布局完善，供应链及渠道建设领先同行。

我们预计猪鸡养殖端将于 2024 年迎来周期拐点，行业作为养殖后周期行业，有望充分获益。目前动保公司 PE (TTM) 均处于较低水平，参考以往高景气时期，板块具备修复空间。

图41. 动保企业历史 PE (TTM)



资料来源：wind, 国投证券研究中心

## 6. 风险提示

**养殖端景气度不及预期风险：** 畜禽产品价格受到供需关系影响，若 2024 年整体供应依旧保持高位，导致畜禽产品价格偏低，会降低养殖户使用药苗的积极性；

**动物疾病暴发风险：** 养殖业易受到动物疾病影响，如果发生严重疫情，导致养殖动物存栏减少，影响动保产品销售；

**非瘟疫苗审批进程缓慢风险：** 动保产品的上市审核过程中存在不确定性，存在审批进程缓慢甚至审批不通过的可能，导致无法如期贡献业绩；

**产品渗透率不及预期风险：** 目前养殖端对非瘟疫苗存在一定顾虑，存在非瘟疫苗渗透率较低，客户拓展不及预期的风险。

**市场规模预测及假设不及预期：** 存在对于非瘟疫苗预估价格过高的可能，导致实际市场空间不及预期。

## 目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034