

2024年03月21日  
 生物股份(600201.SH)

SDIC


**公司深度分析**

证券研究报告

农林牧渔

投资评级

**买入-A**  
**首次评级**

6个月目标价

11.62元

股价(2024-03-20)

8.90元

交易数据

总市值(百万元)

9,971.29

流通市值(百万元)

9,971.29

总股本(百万股)

1,120.37

流通股本(百万股)

1,120.37

12个月价格区间

7.21/11.99元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.2	-26.6	-11.1
绝对收益	8.3	-17.9	-20.0

冯永坤

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523090001

fengyk@essence.com.cn

相关报告

# 传统动保龙头风采依旧,全面革新再起航

## 目 传统动物保健龙头,专注生药领域,品类齐全

公司是国内规模最大的兽用生物制品生产企业之一,主要从事兽用生物制品的研发、生产与销售,产品种类涵盖猪、禽、反刍和宠物类四大系列共 110 多种疫苗和 40 多种诊断试剂,覆盖全国市场并出口周边国家。公司依靠口蹄疫疫苗起家,凭借出色的产品力支撑业绩高增,2012-2017 年公司营收复合增速为 27.87%,2018 年-至今受猪周期和价格战影响,业绩有所波动。2022 年/2023 年前三季度公司分别实现营收 15.3/12.2 亿元,同比分别-13.9%/+10.0%,实现归母净利润为 2.1/2.9 亿元,同比分别-44.9%/+37.2%。

## 目 口蹄疫疫苗:大浪淘沙始见金,承接政采释放空间

公司为口蹄疫疫苗传统龙头企业,依靠口苗发家、成长。在市场低价竞争的环境下,公司口苗批签发量仍旧保持行业领先,守住市场份额。2023 年公司口苗批签发占比为 23%,为 8 家定点生产企业中第一。我们测算,口苗市场规模在 19 亿元左右,若 2025 年逐步取消政采,政采端释放的空间将完全由价格更高的市场苗承接,口苗市场规模有望达到 27 亿元,扩容 42%。当前口苗价格已接近成本线,预计后续价格下降空间有限,价格战有望结束。公司最早建立口苗市场化销售渠道,政采逐步取消后,有望充分受益,抢占市场苗空间。此外通过精进工艺,不断降本增效,并开发新型口苗,口苗端整体盈利能力有望回暖。

## 目 非口疫苗:接棒口苗支撑业绩增长,多品种持续发力

2019 年公司开始改变发展策略,重视非口产品的发展。**猪用非口疫苗:**受益于“一针三防”销售策略以及圆支、蓝耳等多个品种的上市,市占率逐步提升。**反刍动物疫苗:**公司深耕反刍市场多年,拥有多款反刍动物疫苗,近年来陆续推出的牛二联苗和布病疫苗销量保持高增长,助力公司反刍板块腾飞。**禽苗:**2022 年新流法三联疫苗销售 8357 万毫升,同比增长 21%,预计随 2024 年白羽鸡行业景气度回暖,公司禽苗业务有望恢复增长。

## 目 研发奠定未来,非瘟疫苗进展顺利,宠物产品蓄势待发

公司坚持研发创新,联合创新,深化产学研合作。公司与中科院等机构合作的非洲猪瘟亚单位疫苗已于 2023 年 4 月提交应急评价申请。若顺利上市,预计初期渗透率较低,随产品逐步完善,预计单头份售价为 15 元,渗透率达 80%的理想情况下,市场空间为 182 亿元。宠物端重磅产品猫三联疫苗已提交应急评审。此外公司于 2021 年率先布局第三代疫苗技术 mRNA 疫苗,对于易变异病毒的疫苗研发具有重要意义,有望成为未来核心竞争力。

### 投资建议：

公司口苗业务趋稳，随 2025 年政采取消，有望进一步扩容市场份额。非口疫苗业务支撑业绩增长，圆支、布病、牛二联等非口产品贡献增量空间，拉升毛利水平。非瘟疫苗作为行业重大单品，若顺利获批上市，将大幅扩容动保市场，公司有望抢占市场份额。动保产品需求受养殖景气度影响，我们预计生猪周期将于 2024 年 H2 迎来景气上行，或带动公司产品放量。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 17.5/20.1/23.3 亿元，同比增速 14.6%/14.9%/15.7%，实现净利润 2.7/3.7/4.5 亿元，同比增速 30.2%/35.5%/22.0%。参考公司在历史周期中的表现，给予公司 2024 年 35 倍 PE，对应 6 个月目标价为 11.62 元，首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。

**风险提示：**行业竞争加剧导致疫苗降价风险、下游养殖行业周期性波动风险、产品审批进度不及预期风险、产品推广不及预期风险、盈利预测不及预期风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	1,776.3	1,528.7	1,751.3	2,012.1	2,328.8
净利润	382.3	210.7	274.4	371.8	453.6
每股收益(元)	0.34	0.19	0.24	0.33	0.40
每股净资产(元)	4.71	4.53	5.00	5.22	5.49

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	25.2	45.7	35.1	25.9	21.2
市净率(倍)	1.8	1.9	1.7	1.6	1.6
净利润率	21.5%	13.8%	15.7%	18.5%	19.5%
净资产收益率	7.3%	4.2%	4.9%	6.4%	7.4%
股息收益率	1.3%	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%
ROIC	13.0%	5.6%	8.7%	12.5%	15.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 目 录

1. 公司概况：老牌动保龙头，历久弥新静待复苏	6
1.1. 发展历程：历史悠久，不断创新	6
1.2. 股权架构：实控人即将确立，管理层更新焕发活力	7
1.3. 财务表现：下游养殖业表现低迷，盈利水平有待回暖	8
2. 兽用生物制品行业：受益下游规模化加速，行业有望稳定发展	10
2.1. 政策驱动市场化发展，激发行业竞争活力	10
2.2. 口蹄疫疫苗：口苗企业群雄并起，动保行业最大单品	12
2.3. 非瘟疫苗：应急评审进展顺利，市场空间广阔	14
2.4. 宠物蓝海有望持续扩容，多家企业加速布局	15
3. 公司分析：口苗业务维持优势，非口产品加速崛起	17
3.1. 口苗龙头地位稳固，降本增效继往开来	17
3.1.1. 历史：光辉灿烂的口苗发家史，口苗市场领军者	17
3.1.2. 当下：短期受困口苗价格战，销量略有下滑	18
3.1.3. 未来：全力提升品质，不断创新求变	19
3.2. 非口产品持续发力，构筑成长新动能	20
3.2.1. 反刍产品全线崛起，已成第二大品类	20
3.2.2. 非口猪苗表现出色，抢占市场空间	21
3.2.3. 禽苗短期受困，业绩承压	22
3.3. 研发：蓄力长期发展，铸就核心壁垒	23
3.3.1. 依托 P3 高级别实验室，多条研发管线充分覆盖	23
3.3.2. 前瞻性布局核酸疫苗技术，mRNA 疫苗平台前景广阔	25
3.3.3. 非瘟研发稳步推进，亚单位疫苗应急评价进展顺利	25
3.3.4. 产品矩阵持续丰富，布局宠物蓝海潜力可期	26
3.4. 销售：改变传统销售模式，推出一体化防控方案	28
4. 盈利预测	30
4.1. 业绩预测	30
4.2. 估值及投资建议	31
5. 风险提示	32

## 目 录

图 1. 公司发展历程	6
图 2. 公司核心子公司	6
图 3. 非公开发行完成前后公司股本结构变化	7
图 4. 公司营业收入随周期波动趋势明显	9
图 5. 公司归母净利润随周期波动趋势明显	9
图 6. 公司各项业务占比（单位：%）	9
图 7. 公司业务毛利率（单位：%）	10
图 8. 公司各项费用率（单位：%）	10
图 9. 兽药产品分类	10
图 10. 2017-2021 年兽药行业销售额及增速	11
图 11. 2021 年兽药行业分产品销售额占比	11
图 12. 兽用生物制品销售额保持增长	11
图 13. 强免苗销售占比走低	11
图 14. 口苗为 2020 年动保市场最大单品	12

图 15. 口蹄疫疫苗批签发数据 (次)	13
图 16. 口蹄疫 OA 二价苗批签发占比持续提升	14
图 17. 非瘟疫苗应急评价流程	14
图 18. 2013-2023 年国内宠物行业市场规模及增速	15
图 19. 2015-2021 年国内宠物药品市场规模及增速	15
图 20. 2021 年国内宠物动保市场销售额占比 (%)	16
图 21. 宠物免疫驱虫渗透率 (%) 明显提升	16
图 22. 公司口蹄疫疫苗发展历史	18
图 23. 公司口苗批签发占比 (%)	18
图 24. 公司口苗销量变化趋势	19
图 25. 反刍产品占比快速提升	20
图 26. 公司布病疫苗销量及增速	20
图 27. 公司圆环疫苗销量及增速	21
图 28. 伪狂犬疫苗销量及增速	22
图 29. 猪瘟疫苗销量及增速	22
图 30. 禽苗收入占比平稳上升	22
图 31. 公司禽流感疫苗销量及增速	23
图 32. 新流法三联灭活疫苗销量	23
图 33. 公司 P3 实验室	24
图 34. 公司研发平台	24
图 35. 2021-2023 年 1-3Q 公司研发&研发费用率	25
图 36. 2015-2022 年公司研发技术人员数量及占比	25
图 37. 公司主要销售模式及其特点	28
图 38. 公司销售网络分布	28
图 39. 2021-2022 年公司主要销售模式销售占比 (%)	28
图 40. 近 5 年政采苗订单明显减量 (亿毫升)	28
图 41. 2018-2022 年公司前 5 大客户销售额及其占比	29
图 42. 公司组合免疫方案	29
图 43. 公司股价与猪周期景气度高度关联	31
图 44. 公司历史估值水平	31
表 1: 公司高管履历	8
表 2: 公司员工持股计划业绩考核要求	8
表 3: “先打后补”相关政策	11
表 4: 口蹄疫疫苗市场需求量测算	13
表 5: 口蹄疫疫苗全年市场空间测算	13
表 6: 口蹄疫疫苗技术创新情况	14
表 7: 目前进展较快的非瘟疫苗研发项目	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	16
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)	17
表 12: “一针三防”安全性数据	19
表 13: “一针三防”减负增效数据	19
表 14: 公司布病疫苗批签发	20



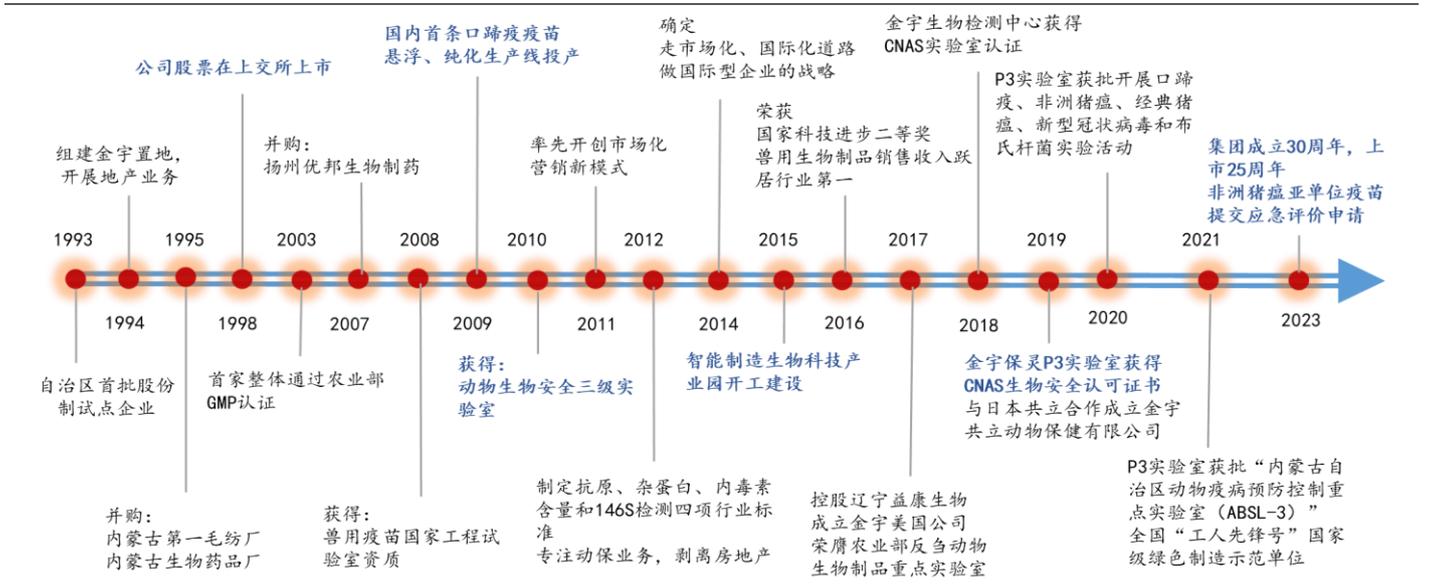
表 15: 公司牛病毒性腹泻疫苗批签发数据 .....	21
表 16: 公司圆环疫苗批签发情况 .....	21
表 17: 公司新流法三联灭活疫苗批签发 .....	23
表 18: 三代疫苗的技术特点 .....	25
表 19: 公司 2022-2023 年获得突破性进展的产品 .....	26
表 20: 公司多联苗产品研究进展 .....	27
表 21: 公司宠物系列产品研发进展 .....	27
表 22: 公司业绩预测 .....	30
表 23: 可比公司估值水平 .....	31

## 1. 公司概况：老牌动保龙头，历久弥新静待复苏

### 1.1. 发展历程：历史悠久，不断创新

公司是我国动保企业传统龙头，历史悠久底蕴充足。公司主要从事兽用生物制品的研发、生产与销售，覆盖全国市场并出口周边国家，是国内规模最大的兽用生物制品生产企业之一。公司成立于1993年，并于1999年上市。2009年，公司改进口蹄疫疫苗生产技术，成为国内首个拥有悬浮培养生产线的口苗企业。2010年公司获得生物安全三级实验室，为后续各项产品的研发奠定基础。公司上市至今，产品体系丰富，目前可生产百余种产品，是我国产品体系最为丰富的动保企业之一。公司在2021年兽用生物制品国内市场占有率位居第二，且猪用生物制品国内市场占有率也位居第二。

图1. 公司发展历程



资料来源：公司业绩说明会，国投证券研究中心

公司有5家核心子公司：分别为金宇保灵（主要生产口蹄疫疫苗、反刍动物疫苗等）、扬州优邦（主要生产猪用基因工程疫苗、家禽水禽疫苗等）、辽宁益康（主要生产禽流感疫苗）、金宇共立（主要生产宠物疫苗及宠物用品）、武汉正华（主要生产无针注射器）。

图2. 公司核心子公司



资料来源：公司业绩说明会，国投证券研究中心

品类矩阵持续丰富，覆盖多种主要经济动物。公司拥有丰富的产品体系，涵盖猪、禽、反刍和宠物类四大系列百余种动物疫苗。在猪、禽及反刍板块，公司已覆盖三大的强制免疫疾病疫苗产品，口蹄疫、布病和禽流感，并积极拓展其他高危疫病品类。自 2019 年金宇共立成立，公司正式进军宠物蓝海，填补宠物赛道空缺，公司已成为行业内少有的同时覆盖猪、禽、牛、羊及宠物的公司，实现全方位发展。

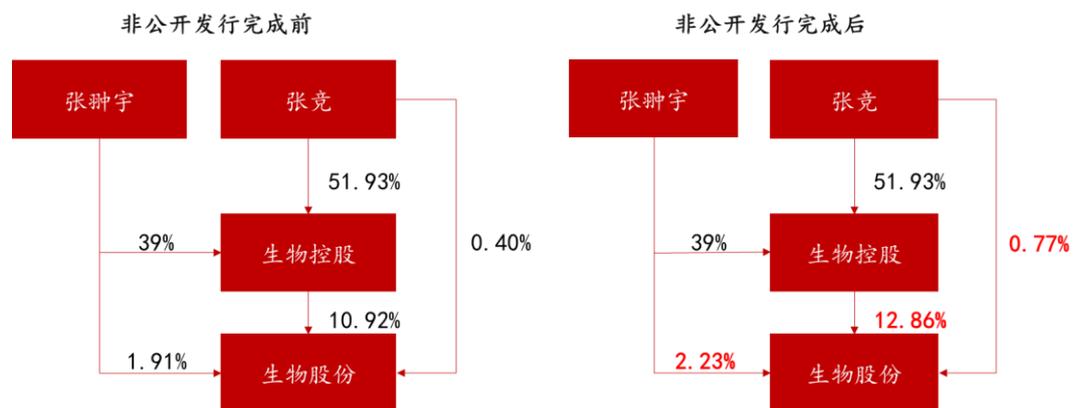
公司产品主要分为 5 类：猪用疫苗、禽用疫苗、反刍动物疫苗、宠物疫苗和诊断试剂。

- **猪用疫苗**：包括猪口蹄疫疫苗、伪狂犬病疫苗、圆环病毒疫苗、蓝耳病疫苗等。主要用于预防生猪传染性疾病。主要产品有金 OA、伪狂宁、蓝立优、金圆支等。
- **禽用疫苗**：包括鸡新城疫疫苗、禽流感疫苗、鸭瘟疫苗等。主要用于禽类传染性疾病的预防。
- **反刍动物疫苗**：包括口蹄疫疫苗、布氏菌病疫苗等。主要用于预防牛、羊等反刍动物的传染性疾病。主要产品有金欧安、金倍欧、啤立克等。
- **宠物疫苗**：目前仅有犬用狂犬病疫苗（犬康），用于防治犬类狂犬病。
- **诊断试剂**：涵盖猪、禽、反刍动物、犬 4 类动物，主要用于疾病的检测。

## 1.2. 股权架构：实控人即将确立，管理层更新焕发活力

实控权有望落地，股权结构趋稳。公司目前股权分布较为分散，公司无控股股东及实际控制人，生物控股持有公司 1.22 亿股股票，为公司第一大股东，但股权比例仅为 10.92%。2024 年 1 月 17 日公司公告 2023 年度定增募集说明书（二次修订稿），发行对象为生物控股、张翀宇先生和张竞女士，本次发行数量为 3509.4 万股，不超过本次发行前公司总股本的 30%，拟募集资金 2.89 亿元。本次发行如顺利完成，张翀宇、张竞父女将共计直接持有公司股权 3.00%、间接控制生物控股所持公司股权 12.86%，合计控制公司 15.86% 股权，能对公司股东大会决议产生重大影响，将成为公司实际控制人。实控人确立后，有利于优化公司股权结构，提升管理效率，助力公司长远稳健发展。

图3. 非公开发行完成前后公司股本结构变化



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

管理层走向年轻化，助力长期发展。2019 年起公司持续优化管理层，张竞女士于 2019 年 5 月担任公司总裁后，开启核心管理层的更新换届，年轻化稳步推进。新任管理层经验丰富，专业基础扎实。在当前动保行业激烈竞争的大背景下，有望助力公司渡过瓶颈期，持续推动产品升级和业绩增长。

**表1：公司高管履历**

姓名	职务	任职时间	履历
张翀宇	董事长	2001/4/20	1954年出生，研究生学历，高级经济师。1976年12月至1993年2月在呼和浩特市金属材料公司工作，历任业务科科长、副经理、总经理兼党总支委员；1993年3月至2019年5月任金宇生物技术股份有限公司董事长兼总裁、党委书记；2019年5月至今任金宇生物技术股份有限公司董事长、党委书记。曾获得“全国五一劳动奖章”、“全国劳动模范”、“优秀企业家”等多项荣誉。
张竞	总裁&副董事长	2019/5/21	1983年出生，硕士研究生，英国特许公认会计师公会会员。2008年3月至2015年8月任安永商业咨询服务经理；2015年11月至2016年4月任金宇生物技术股份有限公司总裁助理、企发部经理；2016年5月至2019年5月任金宇生物技术股份有限公司董事、副总裁；2019年5月至今任金宇生物技术股份有限公司董事、总裁。全国工商联第十二届执行委员会委员；内蒙古自治区政协第十二届委员会委员。
李荣	副总裁	2019/8/21	1971年出生，硕士学历，高级兽医师。1994年至2005年，在内蒙古生物药品厂（金宇保灵生物药品有限公司前身）先后任班长、车间副主任、车间主任、生物药品事业部部长助理、生产二部部长；2006年至2013年，任金宇保灵生物药品有限公司副总经理、生产总监；2013年8月至2017年2月，任金宇生物技术股份有限公司总裁助理、技术总监；2017年3月至今任金宇生物技术股份有限公司智能制造负责人，金宇保灵生物药品有限公司和扬州优邦生物药品有限公司董事长。
彭敏	财务总监&董事会秘书	2022/5/31	1986年出生，本科学历，中国注册会计师。2007年8月至2014年8月在普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）工作，历任审计员、审计经理；2014年8月至2021年5月在华为技术有限公司工作，历任代表处资深财经经理、代表处财务总监；2021年5月至2022年5月任金宇生物技术股份有限公司财经管理中心副总监；2022年6月至今任金宇生物技术股份有限公司董事、财务总监。

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

**实施员工持股计划，捆绑优秀人才。**公司近年持续引入大量销售、研发人才，提升人才队伍优势。为深入绑定优秀人才，公司于2023年2月27日发布公告拟推出员工持股计划，彰显业绩增长信心。持有人包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干，合计不超过360人。本次员工持股计划持股规模不超过3300.16万股，占公司当前股本总额的2.95%，公司回购股份的价格为5.80元/股。**业绩考核目标：**2023-2025年扣非归母净利润为3/4/5亿元，触发值为2.7/3.6/4.5亿元。2023年前三季度实现扣非后归母净利润2.65亿元，预计极大概率可达到2023年考核目标触发值。

**表2：公司员工持股计划业绩考核要求**

扣非归母净利润	2023年	2024年	2025年
解锁目标值（亿元）	3.0	4.0	5.0
解锁触发值（亿元）	2.7	3.6	4.5

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

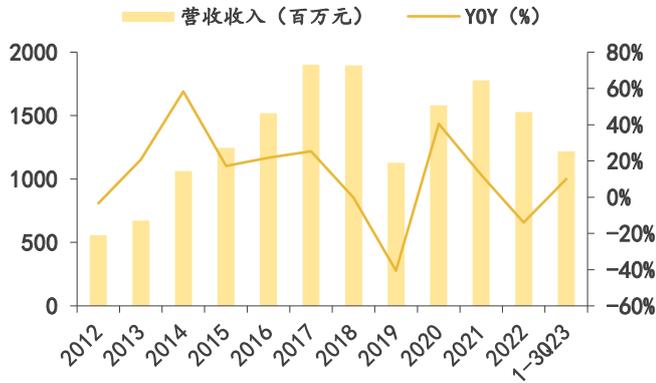
### 1.3. 财务表现：下游养殖业表现低迷，盈利水平有待回暖

**2022年苦练内功业绩承压，2023年盈利水平持续回暖。**公司2022年/2023年前三季度分别实现营收15.3/12.2亿元，同比分别-13.9%/+10.0%，归母净利润分别为2.1/2.9亿元，同比分别-44.9%/+37.2%。2022年公司业绩下滑主要原因为下游养殖业行情低迷，疫苗需求减少，导致销售额下降。我们对历史波动简要分析如下：

- **2012-2017年：**剥离房地产业务后，公司开拓口蹄疫疫苗市场化道路，由于产品品质领先同行，公司口苗业务迎来飞速发展。2017年公司营收到达历史最高点19.01亿元，2012-2017年公司营收复合增速为27.87%。
- **2018-2019年：**全国各地广泛受非洲猪瘟影响，生猪存栏大幅下降，导致2019年营收及净利润同比分别下降40.6%/70.7%；

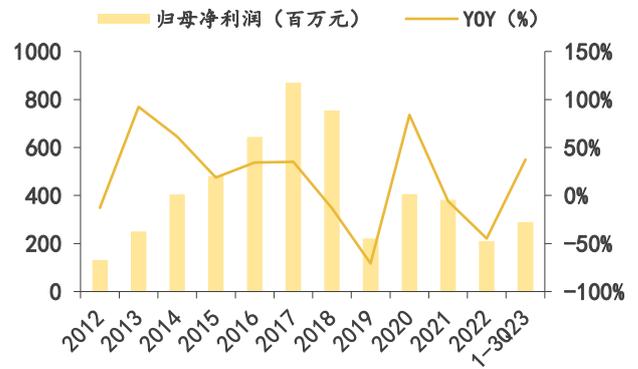
➤ **2020-2022年**：非洲猪瘟疫后补栏开始，营收回升，但随着各家友商的生产线逐步落地，口苗产品同质化严重，价格战日趋激烈。公司降价加入竞争，抢夺市场，导致业绩有所下滑。

图4. 公司营业收入随周期波动趋势明显



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

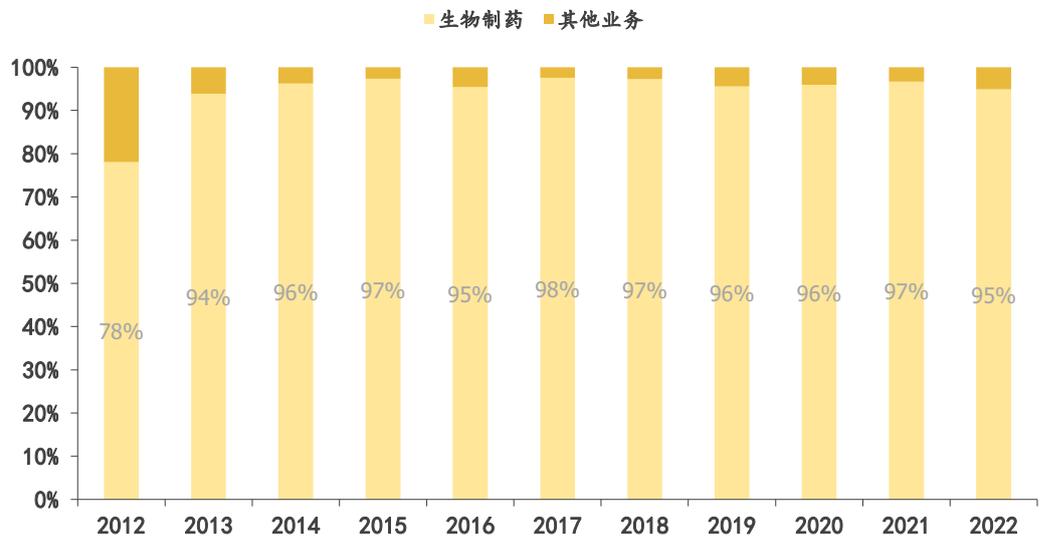
图5. 公司归母净利润随周期波动趋势明显



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

生物制药占比稳定，贡献主要收入支撑公司业绩。公司主要业务为生物制药，自2012年剥离房地产业务后，生物制药业务贡献了绝大部分营收，2022年生物制药业务实现营收14.5亿元，占比为95%。

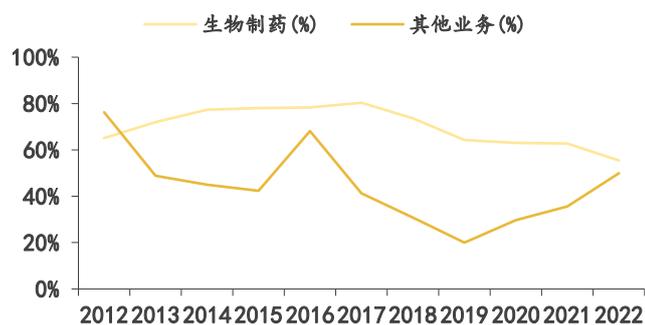
图6. 公司各项业务占比（单位：%）



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

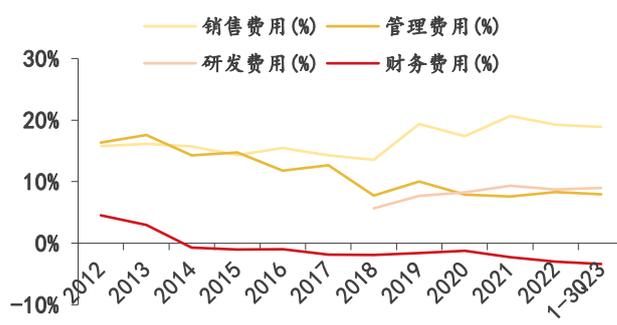
毛利率趋稳，费用端稳中向好。毛利率方面：自2018年非瘟发生后，公司生物制药毛利率骤降至62%-64%左右。随着同行口蹄疫疫苗品质提升，公司产品溢价能力减退，公司被迫卷入口苗价格战，叠加2022年H1下游生猪养殖行情低迷影响，2022年生物制药毛利率继续下降7.4pct至55.4%。费用方面：公司2023年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为18.91%/7.93%/8.96%/-3.38%，同比分别+1.49/+0.64/+0.97/-0.14 pct。

图7. 公司业务毛利率（单位：%）



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

图8. 公司各项费用率（单位：%）



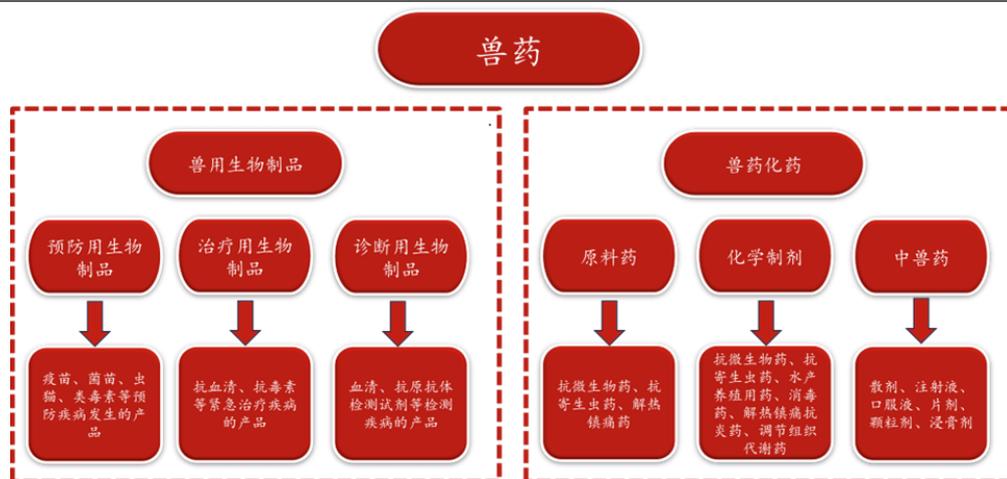
资料来源: ifind, 国投证券研究中心

## 2. 兽用生物制品行业：受益下游规模化加速，行业有望稳定发展

### 2.1. 政策驱动市场化发展，激发行业竞争活力

动保行业分为兽用生物制品、兽用化药和中兽药。兽用生物制品进一步细分为：预防用生物制品、治疗用生物制品以及诊断用生物制品，兽用化药分为原料药、化药制剂以及中兽药。

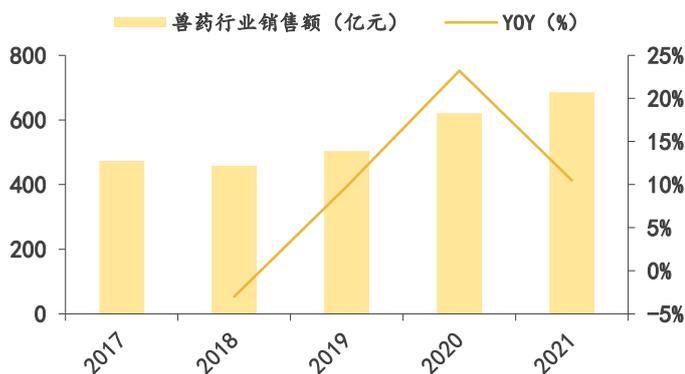
图9. 兽药产品分类



资料来源: 《2021年兽药产业发展报告》, 农业农村部, 科普中国, 国投证券研究中心

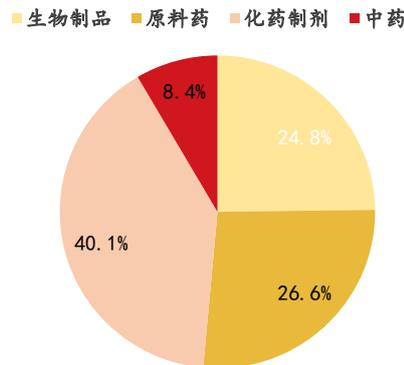
市场规模保持高增,化药占比突出。2021年我国兽药产业销售额为686.18亿元,同比+10.50%,2017-2021年兽药产业销售额CAGR为9.74%。分产品来看,2021年原料药和化药制剂的销售额占比为66.7%,生物制品占比为24.8%,化药产品贡献了大部分的市场份额。

图10. 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11. 2021年兽药行业分产品销售额占比



资料来源：《2021年兽药产业发展报告》，国投证券研究中心

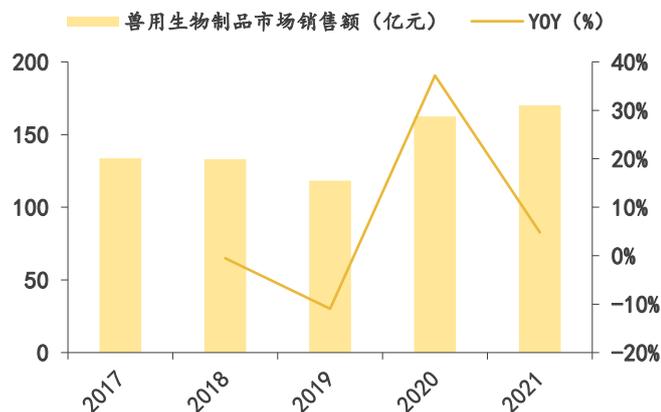
强免苗市场缩量明显，市场化程度提升。2015年9月，农业部首次提出“先打后补”政策；2021年2月提出在所有省份的规模养殖场户全面推行“先打后补”，并提出至2025年全面取消政采苗。2021年1月起生猪养殖端进入下行周期，疫苗消费热情有所下滑，2021年兽用生物制品销售额为170.18亿元，增速减缓，同比+4.82%。由于2017年蓝耳及猪瘟退出强免，强免苗份额保持下行走势，2021年占比为35.4%，较2016年下降17.0 pct。

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。

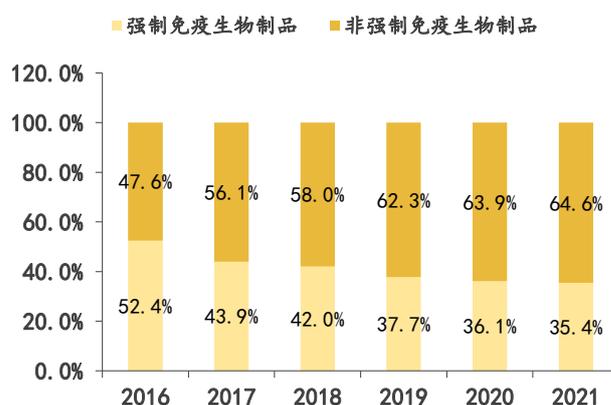
资料来源：农业农村部，国投证券研究中心

图12. 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13. 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

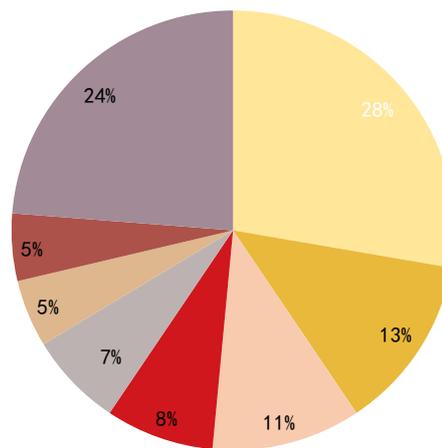
**强免疫苗转向市场化，激活行业竞争活力。**政采苗价格较低，养殖户为完成强制免疫任务，往往选购政采苗。整体政采市场空间稳定，导致部分企业较为依赖政采市场。“2025 年逐步全面取消政采”相关政策公布后，各企业纷纷转向市场苗，激活行业竞争活力，促进企业加码研发端，推出高质量产品，研发能力成为企业核心竞争力；同时原有销售格局被打破，渠道建设水平成为新形势下动保企业的重要看点。

## 2.2. 口蹄疫疫苗：口苗企业群雄并起，动保行业最大单品

**强免疫苗之首，动保市场中最大单品。**口蹄疫是猪、牛、羊等主要家畜共患的一种急性、热性、高度接触性传染病，该病传播途径多、速度快，曾多次在世界范围内暴发流行，造成巨大政治、经济损失。口蹄疫作为国家强制免疫疾病中的头号动物疫病，近年来，随着下游养殖业的规模化发展，口苗成为目前动保市场中份额最高的兽用疫苗单品，2020 年市场份额占比达 28%。

图14. 口苗为 2020 年动保市场最大单品

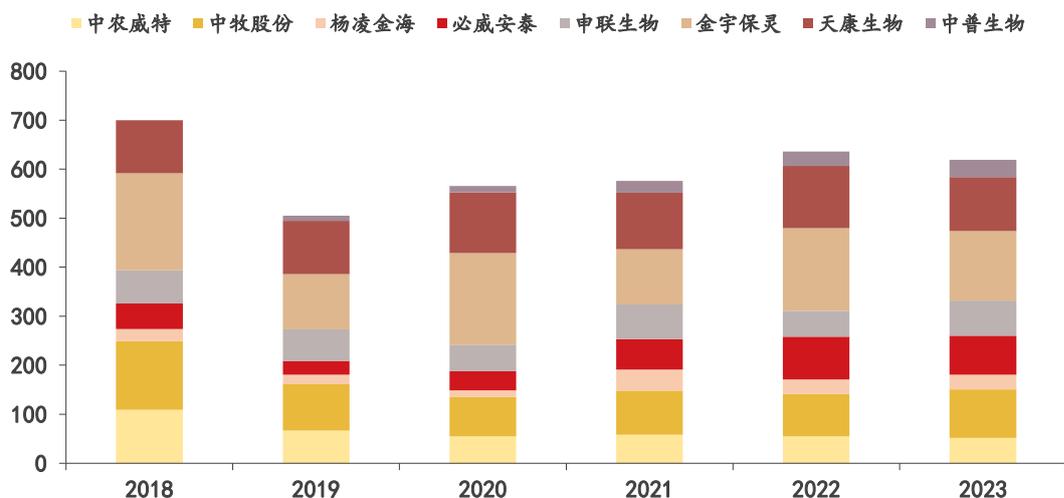
■ 口蹄疫 ■ 禽流感 ■ 猪圆环 ■ 猪伪狂犬 ■ 小反刍兽疫 ■ 蓝耳 ■ 猪瘟 ■ 其他



资料来源：华经产业研究院，国投证券研究中心

**市场竞争白热化，价格战有望于今年结束。**自 2009 年生物股份悬浮产线投产以来，各家疫苗企业悬浮产线陆续通过 GMP 验收，目前国内有 8 家农业农村部指定的口蹄疫疫苗生产企业，包括生物股份、中牧股份、天康生物等，市场竞争激烈，口苗价格持续下降。除此以外陕西梅里众诚、新疆方牧、华宇生物、金河佑本（金河生物子公司）也已通过合作研发的方式，获得口蹄疫疫苗新兽药证书，有望实现销售。从口苗批签发数据来看，生物股份的市场份额长年保持行业领先地位。据中国动物保健报道，中国兽药协会组织了口蹄疫疫苗主要生产企业探讨可持续发展之路，目前各厂家基本达成高质量发展共识，且口苗价格已接近成本线，继续降价动力减弱，口苗价格战有望早日结束。

图15. 口蹄疫疫苗批签发数据（次）



资料来源：国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

“先打后补”推动口苗市场化，市场空间有望进一步扩容。口蹄疫疫苗虽然市场渗透率较高，但仍有大部分疫苗为政采苗，疫苗质量相对市场苗较差，价格也相对较低。由于口苗为强免疫苗，我们假设口苗在育肥猪中渗透率为 90%，在能繁母猪中渗透率为 95%，预计口苗整体需求量为 27.48 亿毫升。由于目前市场苗价格仍然高于政采，我们预计市场苗销量占比为 40%，口苗整体市场规模在 19 亿元左右，若 2025 年全面取消政采，政采端释放的空间将完全由价格更高的市场苗承接，口苗市场规模有望达到 27 亿元，扩容 42%。

表4：口蹄疫疫苗市场需求量测算

猪只种类	育肥猪	能繁母猪
出栏/存栏数量（亿头）	7	0.4
头均免疫次数（次）	2	3
每年所需注射剂量（毫升）	4	6
渗透率	90%	95%
全年口苗销售数量（亿毫升）	27.48	

资料来源：wind，口苗产品说明书，国投证券研究中心

表5：口蹄疫疫苗全年市场空间测算

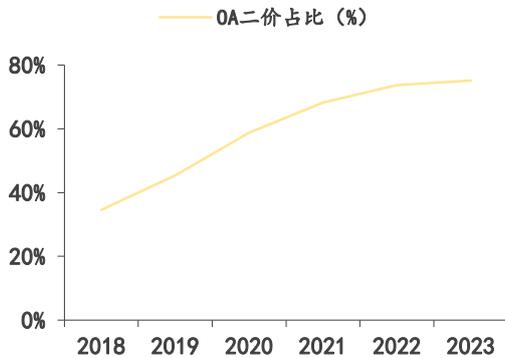
市场规模（亿元）	目前		2025年后	
	市场苗	招采苗	市场苗	招采苗
占比	40%	60%	100%	0%
价格（元/毫升）	1	0.5	1	-
市场规模（亿元）	10.99	8.24	27.48	-
合计市场规模（亿元）	19.24		27.48	

资料来源：wind，哈尔滨市农业农村局，国投证券研究中心

OA 二价苗已成市场主流品种，新型口苗有望破局现有市场环境。2022 年 1 月 7 日，农业农村部印发《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022—2025 年）》，指出对全国所有反刍动物进行 O 型和 A 型口蹄疫免疫；对全国所有猪进行 O 型口蹄疫免疫，各地根据评估结果确定是否对猪实施 A 型口蹄疫免疫。目前市场上销售的口苗大部分为 O 型单价苗和 OA 二价苗。自 2017 年 12 月，兰兽研、中农威特、金宇保灵、申联生物联合研发的猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（Re-0/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株）获批一类新兽药，OA 二价苗开始抢占市场份额，批签发占比逐年提升。2023 年全国口蹄疫 OA 二价苗批签发 465 次，同比-0.85%，占口苗批签发总数的 75.12%，同比提升 1.38 pct。口苗技术创新方面，多家企业已布局研发

VLP 疫苗技术，其中由兰兽研牵头研制的口蹄疫 VLP 疫苗已获得新兽药证书，有望最先生产上市，打破现有以灭活苗为主的市场格局；生物股份推出的一针三防技术已经在生产端得到验证，一定程度上可以达到多联苗的免疫效果。

图16. 口蹄疫 OA 二价苗批签发占比持续提升



资料来源：国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

表6: 口蹄疫疫苗技术创新情况

公司/科研单位	研究方向	所处阶段
生物股份	猪口蹄疫 VLP 疫苗	新兽药注册阶段
生物股份	口蹄疫+猪瘟+伪狂的“一针三防”技术	已经应用于生产
中普生物	猪口蹄疫 O 型、A 型二价基因工程亚单位疫苗	临床前研究阶段
兰兽研、中农威特等	猪口蹄疫 O 型病毒样颗粒疫苗、牛口蹄疫 O 型病毒样颗粒疫苗	已获得新兽药证书
金河生物	口蹄疫 VLP 疫苗	实验室研发阶段

资料来源：相关公司公告，兰兽研官网，国投证券研究中心

### 2.3. 非瘟疫苗：应急评审进展顺利，市场空间广阔

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7: 目前进展较快的非瘟疫苗研发项目

公司	合作单位	技术路线	项目进展
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	应急评价进行中
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	应急评价进行中
普莱柯	兰州兽医研究所	亚单位疫苗	应急评价进行中
科前生物	华中农业大学	活载体疫苗	暂未提交应急评价

资料来源：各公司公告，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。目前中牧股份、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。

图17. 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估价，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：wind，农业农村部，国投证券研究中心整理

表9：非瘟疫苗市场规模测算

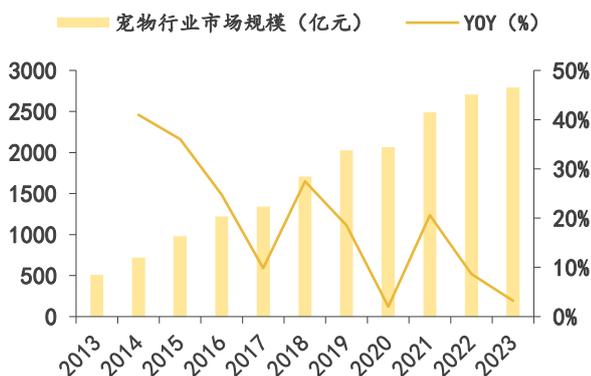
市场渗透率(%)	疫苗单价(元/支)		
	20	17.5	15
30%	91	80	68
50%	152	133	114
80%	243	213	182

资料来源：国投证券研究中心整理

## 2.4. 宠物蓝海有望持续扩容，多家企业加速布局

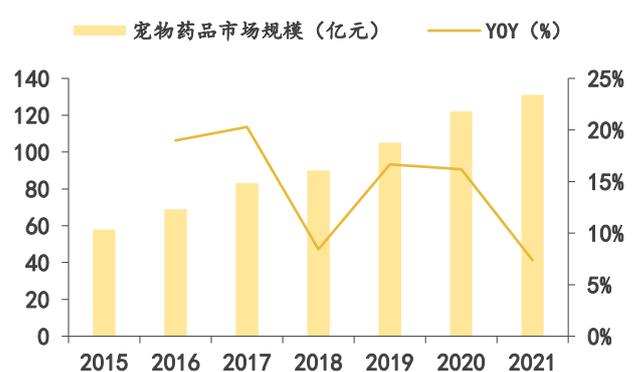
宠物市场规模持续扩容，宠物动保仍处于成长期。我国宠物行业处于快速增长期，产业链不断完善，2013-2023年我国宠物行业市场规模由510亿元增至2793亿元，对应CAGR为18.5%。在国内养宠热度空前高涨的大背景下，宠物动保市场迎来发展新机遇，但由于行业起步较晚，大部分企业规模较小，2021年宠物药品市场规模为131亿元，同比+7%，仅占宠物行业整体市场规模的5.3%，市场潜力巨大。

图18. 2013-2023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

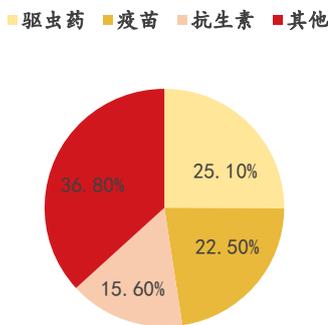
图19. 2015-2021年国内宠物药品市场规模及增速



资料来源：《2022年宠物医疗行业白皮书》，国投证券研究中心

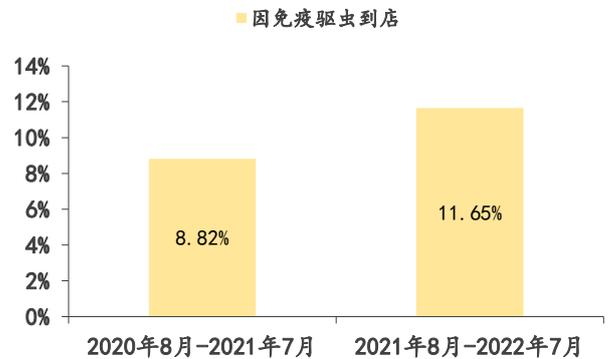
驱虫药销售亮眼，疫苗渗透率仍有提升空间。宠物药品常分为疫苗、抗生素、驱虫药和其他药品。**驱虫药**：由于给药途径简单，效果显著，也可切断许多人畜共患病（如弓形虫）的传播途径，因此被宠主广泛使用，渗透率较高。以市场上热销的大宠爱和福来恩为例，官方指导的用药周期为1月/次，单个宠物每年需使用12次。较高渗透率叠加频繁使用，驱虫类产品是目前宠物药品中最热销的品类。《2021年中国宠物医疗白皮书》数据显示，在宠物医院动保产品销售板块中，驱虫药销售额占比约25.1%。**疫苗**：我国宠物基数庞大，但宠物免疫率不足3%，且部分犬猫仅免疫一次，并非每年定期免疫，疫苗渗透率潜在提升空间巨大。据《2022年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20. 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21. 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

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：各公司公告，农业农村部，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。《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：各公司公告，国投证券研究中心

### 3. 公司分析：口苗业务维持优势，非口产品加速崛起

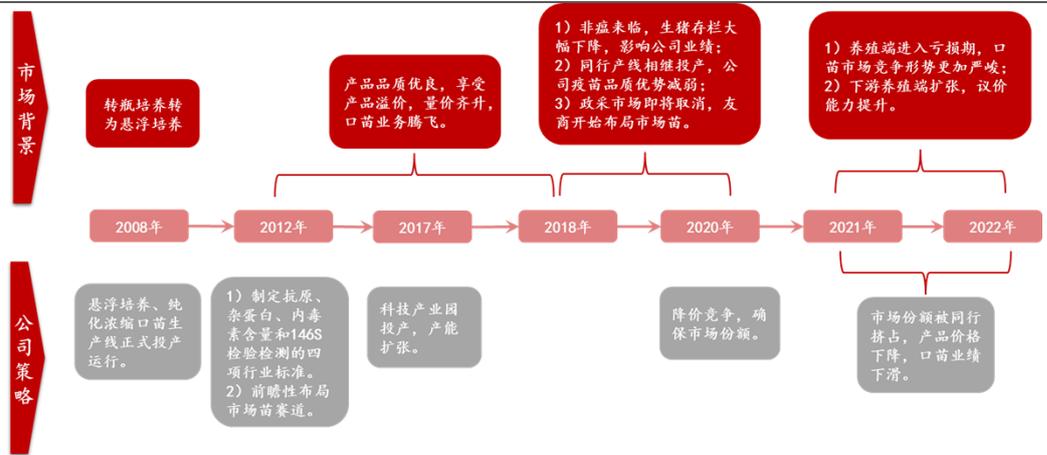
#### 3.1. 口苗龙头地位稳固，降本增效继往开来

##### 3.1.1. 历史：光辉灿烂的口苗发家史，口苗市场领军者

口苗历史悠久，引领产业创新变革。口蹄疫疫苗是公司的第一大疫苗品种，是公司的王牌产品，支撑公司业绩增长，市场份额连续多年位居国内动物疫苗行业第一。公司口苗的发展历程大致可分为3个时间段：

- **2008-2012年**：成为国内首家采用悬浮培养和纯化浓缩技术生产口蹄疫疫苗的企业，生产工艺领先行业。
- **2012-2018年**：2012年公司制定抗原、杂蛋白、内毒素含量和146S检验检测的四项行业标准；前瞻性布局市场苗赛道。产品品质优良，广受市场认可，享受产品溢价，量价齐升，口苗业务腾飞。
- **2018-至今**：2018年非瘟来临，生猪存栏下降，需求端减少；2019年非瘟后生猪存栏逐渐恢复，同行产线相继投产，公司疫苗品质优势减弱；同时政采市场即将取消，友商开始布局市场苗。口苗市场进入激烈竞争，公司为保持市场份额，开始降价销售，公司业绩有所下滑。

图22. 公司口蹄疫疫苗发展历史

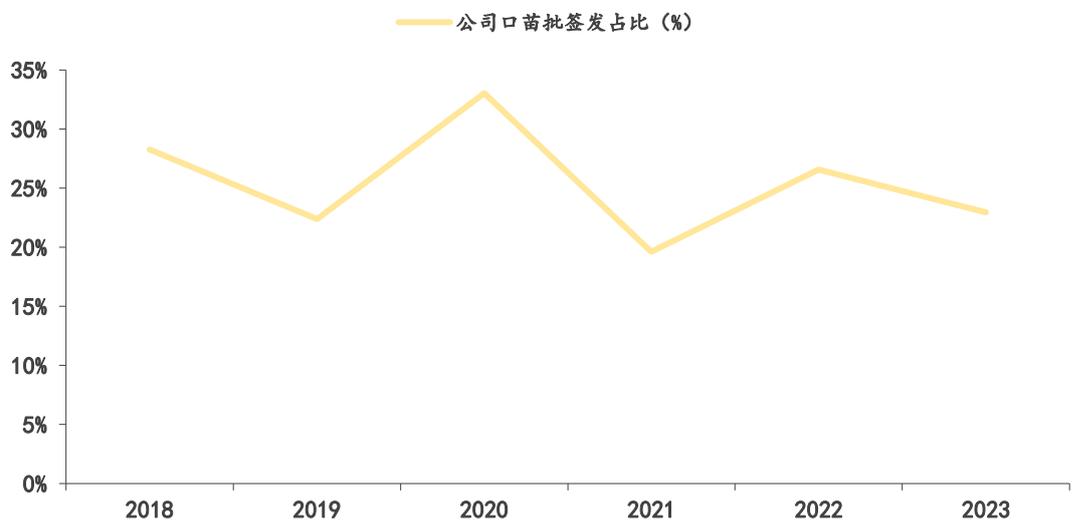


资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

### 3.1.2. 当下: 短期受困口苗价格战, 销量略有下滑

公司口苗批签发量领先行业, 稳坐业内龙头。批签发占比一定程度上可以反应公司市占率的情况。自 2018 年起, 公司口苗批签发数保持行业内领先地位, 除 2021 年略低于天康生物, 其余年份口苗批签发数均为行业第一。2023 年公司口苗批签发数为 142 次, 排名第一, 占比为 23%。

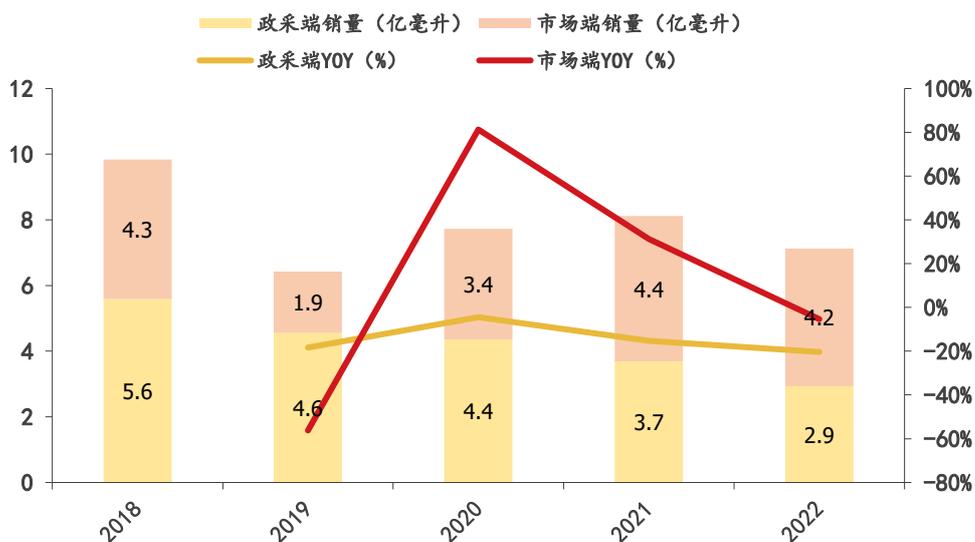
图23. 公司口苗批签发占比 (%)



资料来源: 国家兽药基础数据库, 国投证券研究中心

政采端比重降低, 全力发展市场苗。2022 年公司共销售口蹄疫疫苗 7.1 亿毫升, 同比-12%, 销量下滑的主要原因是下游养殖景气度较低。受“先打后补”和疫苗市场化改革政策的影响, 2022 年公司积极调控口苗销售占比, 全年政采端销售 2.9 亿毫升, 同比减少 20%; 市场端销售 4.2 亿毫升, 同比仅下降 5%, 市场苗销量占比同比+4.2 pct 至 58.8%。

图24. 公司口苗销量变化趋势



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

### 3.1.3. 未来：全力提升品质，不断创新求变

**推进“一针三防”组合免疫，市场激烈竞争下有望破局。**虽然当下口蹄疫疫苗市场竞争有所缓解，但产品同质化严重的问题仍然存在。高强度的竞争压力下，公司创新销售模式，提升服务水平，推出“口蹄疫+猪瘟+伪狂犬”的一针三防组合免疫策略。目前该项技术，能够帮助客户实现降本增效。**安全性方面：**据公司统计数据 displays，全国已跟踪 103 个猪场的田间临床试验结果，覆盖 82030 头母猪，副反应比例低于千分之三（0.3%）。**减负增效方面：**育肥猪使用组合免疫后平均体重相比常规免疫有近 1kg 的增加，且料肉比相对常规免疫更低。

表12：“一针三防”安全性数据

类别	免疫头数	副反应/头	副反应比例
育肥猪	50418	139	0.28%
后备母猪	14310	11	0.08%
经产母猪	11460	7	0.06%
合计	76188	157	0.21%

资料来源：公司官网，国投证券研究中心

表13：“一针三防”减负增效数据

	组合免疫数	常规组	差异
头数	2452	2448	
试验天数	30	30	
初始平均体重 (kg/头)	22.42	22.56	-140g
结束平均体重 (kg/头)	43.15	42.17	+0.98kg
日增重 (g/天)	691	654	+37g
死淘数 (头)	49	73	-24
料肉比	1.76	1.84	-0.08

资料来源：公司官网，国投证券研究中心

**积极推进新型口苗研发，猪口蹄疫 VLP 疫苗已处于新兽药注册阶段。**VLP 疫苗相比传统灭活疫苗的优势在于，无需生产制备病毒，生产过程更加安全，并能模拟病毒真实空间结构，激发机体免疫反应。新品上市后，有望打破现有口苗以传统灭活苗为主的市场格局。**我们看好**

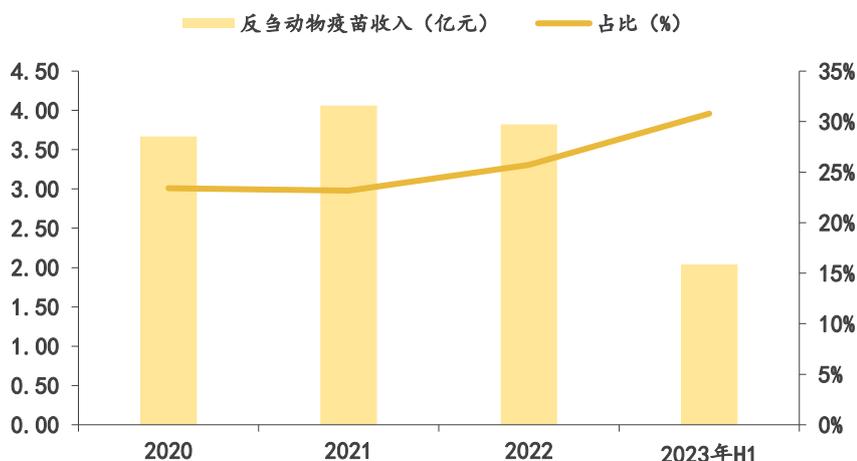
公司口苗的发展势头，在保留现有市场份额的基础上，随着 2025 年逐步全面进入市场苗时代，口苗业务有望再创佳绩。

### 3.2. 非口产品持续发力，构筑成长新动能

#### 3.2.1. 反刍产品全线崛起，已成第二大品类

反刍产品占比提升，开启第二增长曲线。2022 年公司反刍产品收入达 3.82 亿元，2023 年 H1，公司反刍产品收入 2.04 亿元，收入占比达 30.79%，相较 2021 年，占比提升 7.62pct，已成为猪苗业务之后的公司第二大板块。

图25. 反刍产品占比快速提升



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

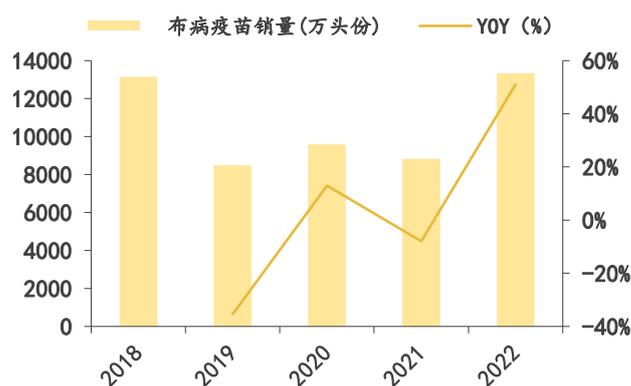
布病疫苗增速喜人，单品类矩阵不断完善。布病作为反刍动物的强免疫疾病，是反刍板块中份额最大的疫苗品类，2022 年 4 月公司新款产品布鲁氏菌基因缺失活疫苗 (M5-90△26 株) 获批上市，为国内首个布病基因缺失活疫苗，上市后随即带动布病疫苗放量，2022 年布病疫苗销售 1.3 亿头份，同比+51%，批签发占比同比+10pct 至 26%，销售收入同比增长超过 100%。2023 年公司布病批签发占比为 23%，同比略降 3pct，公司于 2023 年 9 月 28 日公告获得羊布鲁氏菌病活疫苗 (Rev.1 株) 生产文号，该款布病疫苗接种方式为眼结膜接种(滴眼)，与其他布病疫苗相比优势在于：1) 可提供与皮下接种相当的保护力，同时减少养殖人员受到感染的可能；2) 对常规血清学检测方法干扰很小，有利鉴别诊断和畜群净化。至此，公司在布病疫苗上已形成多品类优势互补、梯次搭配的产品矩阵，可满足下游客户多样化需求。

表14: 公司布病疫苗批签发

时间	2021	2022	2023
布鲁氏菌病活疫苗 (Rev.1 株)			1
布鲁氏菌基因缺失活疫苗 (M5-90△26 株)		8	19
其他布鲁氏菌病活疫苗	25	41	28
总计	25	49	48
布病疫苗总批签发	166	190	206
批签发占比	15.66%	25.79%	23.30%

资料来源：国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

图26. 公司布病疫苗销量及增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

牛二联市占率稳定，结节性皮肤病已提交应急评审。牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联疫苗市占率稳定，2021-2022年批签发均保持在68.5%左右。2023年，公司牛二联批签发占比为66.67%。此外，2023年10月24日公司公告牛结节性皮肤病疫苗也已通过应急评价，准备申请临时文号。该病发病率在5%-45%之间，病死率可达10%，严重危害牛群健康。目前除中牧股份早于公司获批外，市场上并无其他竞品，公司先发优势显著。

**表15：公司牛病毒性腹泻疫苗批签发数据**

时间	2021	2022	2023
牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联灭活疫苗	26	24	40
牛病毒性腹泻/黏膜病总批签发	38	35	60
批签发占比	68.42%	68.57%	66.67%

资料来源：国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

**反刍动保产品前景广阔。需求方面：**随着我国居民生活水平的提高，人们开始追求多元化的饮食，我国牛羊养殖量呈稳定上升趋势；**供给方面：**目前布局反刍产品，且形成一定销售规模的动保企业尚在少数。公司有望保持领先优势，随着牛支原体疫苗等新型反刍产品上市，看好未来公司反刍产品持续扩大市场份额。

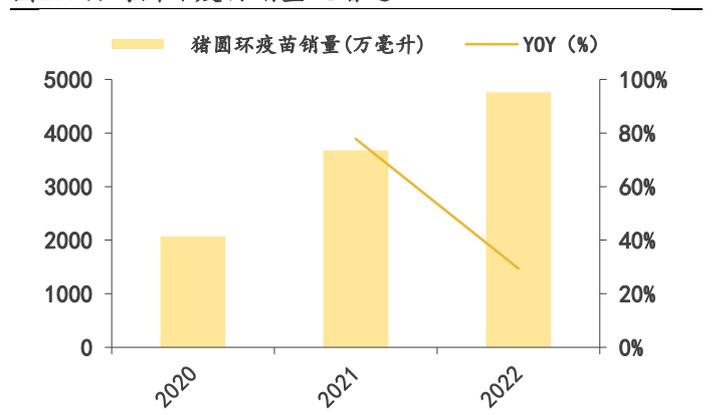
### 3.2.2. 非口猪苗表现出色，抢占市场空间

**圆环疫苗：新品表现亮眼，有望持续放量。**公司的圆环系列主要产品为2款单苗，分别为猪圆环病毒2型灭活疫苗（DBN-SX07株）和猪圆环病毒2型杆状病毒载体灭活疫苗（CP08株）。2022年4月公司猪圆环病毒、支原体肺炎二联灭活疫苗上市，以卓越的产品质量，达到新产品上市即上量，迅速抢占市场份额，实现销售1345万毫升，全年贡献营收超4000万元。猪圆环疫苗销量同比增长29%至4760万毫升，销售收入同比增长2%左右。从批签发数据看，新品放量后，2022年公司圆环产品批签发占比提升近2pct至8.4%，2023年，批签发占比7.28%。长远来看，由于联苗的优势显著，符合KA客户需求，圆支二联苗未来有望替代大部分单圆环疫苗销量。

**表16：公司圆环疫苗批签发情况**

时间	2021	2022	2023
猪圆环病毒2型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗(重组杆状病毒 DBN01 株+DJ-166 株)		30	18
猪圆环病毒2型杆状病毒载体灭活疫苗(CP08 株)	56	44	46
猪圆环病毒2型灭活疫苗(YZ 株)	1	1	0
猪圆环病毒2型灭活疫苗(DBN-SX07 株)	16	9	6
总计	73	84	70
圆环总批签发	1119	996	962
批签发占比	6.52%	8.43%	7.28%

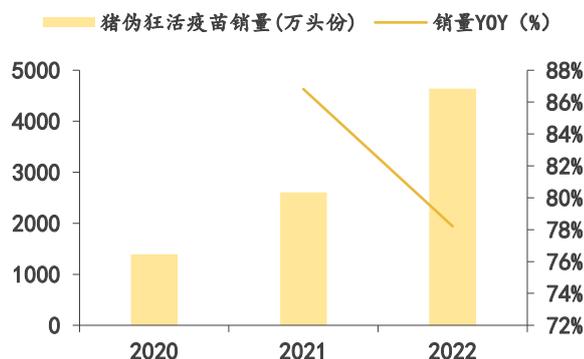
资料来源：国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

**图27. 公司圆环疫苗销量及增速**


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

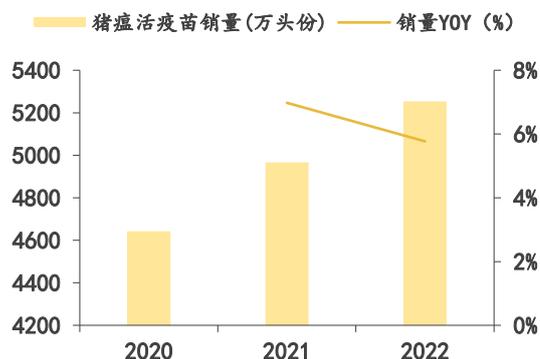
**伪狂犬&猪瘟：伪狂犬持续高增，猪瘟稳中有升。**受益于公司推出“口蹄疫+伪狂犬+猪瘟”的一针三防组合免疫策略，在强势品种口蹄疫疫苗的销售带动下，2022年猪瘟活疫苗销售5253万头份，同比+6%，猪伪狂犬活疫苗销售4638万头份，同比+78%，两款产品收入合计增长13%左右。

图28. 伪狂犬疫苗销量及增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图29. 猪瘟疫苗销量及增速

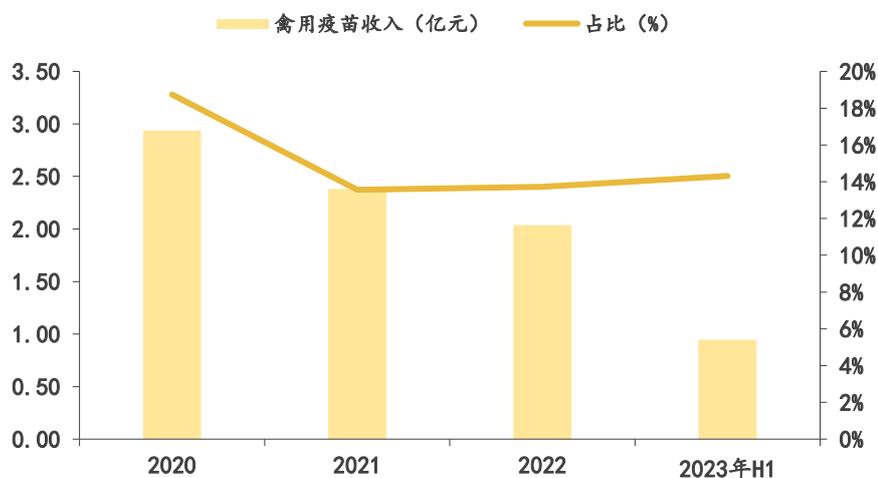


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

### 3.2.3. 禽苗短期受困，业绩承压

禽苗短期内表现不佳，收入占比下滑。2020年公司禽苗业务收入为2.94亿元，占比为18.74%；2023年H1禽苗收入0.95亿元，占比为14.31%，同比下滑4.43pct。

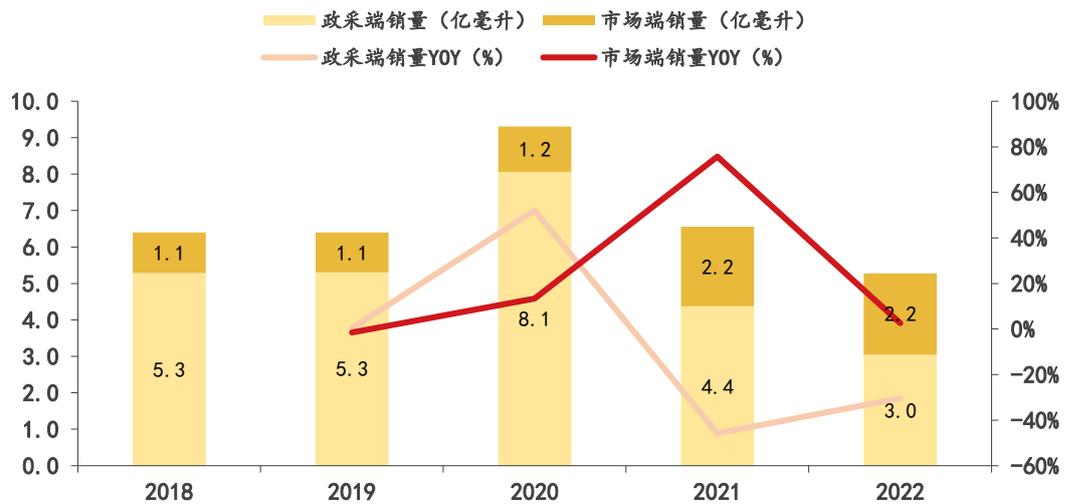
图30. 禽苗收入占比平稳上升



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

**禽流感疫苗政采端大幅缩量。**禽苗业绩下滑主要受政采苗取消政策影响，公司禽流感疫苗政采端缩量趋势显著，2022年政采端仅销售3.0亿毫升，同比-30%，相比2020年8.1亿毫升的高点减少62%，市场端销售2.2亿毫升，同比略增3%。2022年全年共销售禽流感疫苗5.3亿毫升，同比减少19%。2022年子公司辽宁益康获得重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6 H5-Re13株 + H5N8 H5-Re14株 + H7N9 H7-Re4株）生产批文，保持毒株更新。随着白羽鸡周期临近，养殖端景气度回暖，公司禽苗业务有望逐步改善。

图31. 公司禽流感疫苗销量及增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

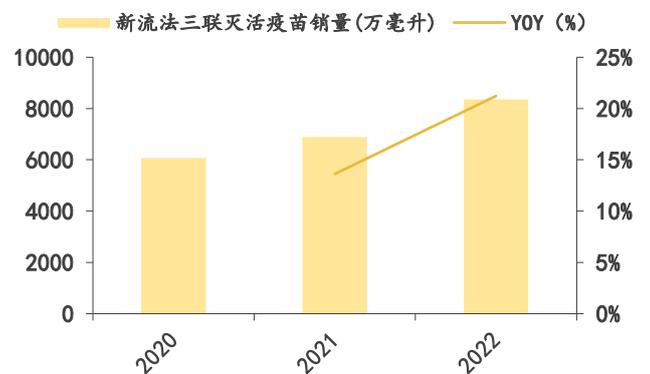
新流法三联苗表现亮眼。鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）、传染性法氏囊病三联灭活疫苗销量稳定增长，2022 年销售 8357 万毫升，同比增长 21%，为公司禽苗第二大品类。批签发数据看，公司市占率稳定，占同类产品总数的 30%左右。

表17: 公司新流法三联灭活疫苗批签发

时间	2021	2022	2023
新流法三联灭活疫苗	36	36	38
新流法三联灭活疫苗批签发总数	109	117	131
批签发占比	33.03%	30.77%	29.01%

资料来源：国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

图32. 新流法三联灭活疫苗销量



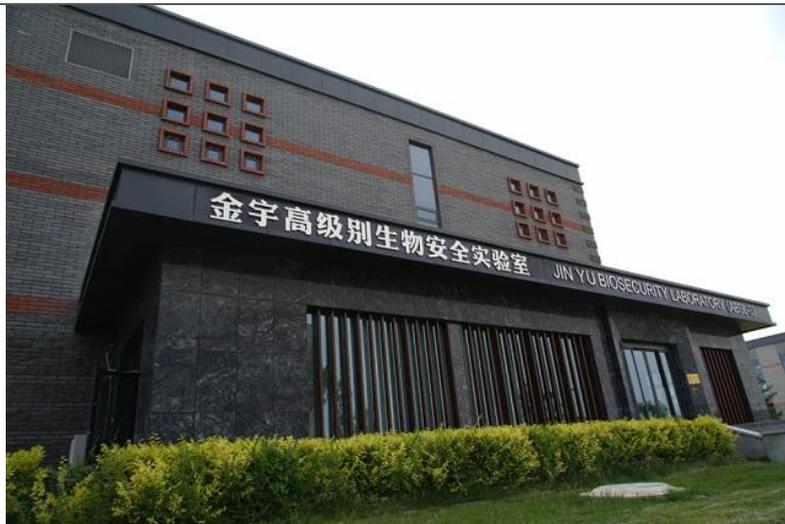
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

### 3.3. 研发：蓄力长期发展，铸就核心壁垒

#### 3.3.1. 依托 P3 高级别实验室，多条研发管线充分覆盖

硬件设施配置齐全，助力产品迭代。公司拥有动物生物安全三级实验室（ABSL-3）、兽用疫苗国家工程实验室和农业部反刍动物生物制品重点实验室三大实验室平台。其中 P3 实验室是国内首家由企业投资建设的高级别生物安全实验室，具备开展外来病、未知病、烈性传染病、人畜共患病病原分离、鉴定、培养感染和相关疫苗的研究、评价能力。公司是国内首家可以同时开展口蹄疫疫苗、非洲猪瘟疫苗、布鲁氏菌病疫苗、猪瘟疫苗、牛结节性皮肤病疫苗研究开发相关实验活动的动物疫苗企业。此外，公司与金宇美国公司、金宇共立共建全球动保研发中心，加快了重大科研成果的转化效率，不断突破自主研发瓶颈，巩固公司研发平台的优势和行业地位。

图33. 公司 P3 实验室



资料来源：上海证券报，国投证券研究中心

拥有数十个研发平台和多类型的疫苗研发技术。公司已建立病毒疫苗及技术平台、细菌及蛋白表达平台、基因工程平台、反鸟疫苗平台、布病疫苗平台、非洲猪瘟疫苗集成开发平台、宠物疫苗平台等数十个研发平台并不断优化。目前已掌握多类型疫苗的研发技术，研发管线全面覆盖亚单位疫苗、基因缺失疫苗、载体疫苗、核酸疫苗、灭活疫苗、减毒活疫苗、合成肽疫苗等多种疫苗，为公司后续产品的研发，进一步丰富产品矩阵，提供技术支持。

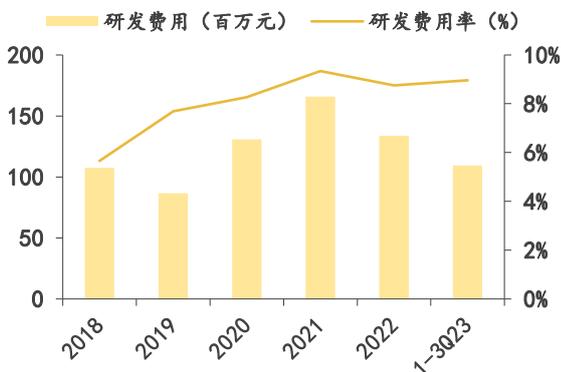
图34. 公司研发平台



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

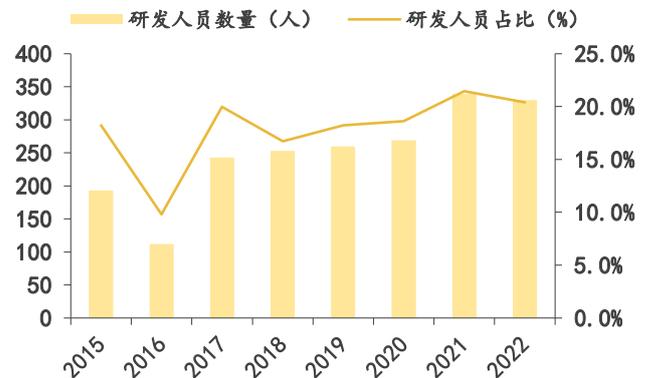
2022年，公司研发端投入2.03亿元，占营业收入的比重达到13.30%。其中费用化研发投入1.34亿元，占比65.77%；资本化研发投入0.70亿元，占比34.23%。截至2022年底，公司共有研发人员330人，研发人员占比为20.4%，其中拥有研究生学历者为112人，占研发人员的比重为33.9%。

图35. 2021-2023 年 1-3Q 公司研发&研发费用率



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

图36. 2015-2022 年公司研发技术人员数量及占比



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

### 3.3.2. 前瞻性布局核酸疫苗技术, mRNA 疫苗平台前景广阔

率先布局第三代疫苗技术,有望成为未来核心竞争力。mRNA 疫苗作为全新的第三代疫苗技术,且新冠 mRNA 疫苗在全球范围内使用成功,充分验证了该技术路线的先进性。由于 mRNA 疫苗具有研发速度快、安全性高、免疫保护效果好、生产方便等优点,目前已成为疫苗行业重要的技术发展趋势。mRNA 疫苗主要针对人或人兽共患病,针对动物疫病的相关研究较少,加之中国是世界上最大的生猪养殖国家,宠物饲养量也在大幅增加,动物 mRNA 疫苗有着巨大的市场和潜力。公司自 2021 年开始布局 mRNA 疫苗领域,经过数年的研发探索,已掌握大量有效数据,并且结合自身动物疫苗的经验与技术优势,开发出了一系列适合动物疫苗的工艺技术,形成了技术积累的先发优势。

表18: 三代疫苗的技术特点

疫苗种类	第一代疫苗 (减毒/灭活疫苗)	第二代疫苗 (亚单位疫苗)	第三代疫苗 (mRNA 疫苗)
免疫原性	强	弱	高
安全性	低	高	高
抗体特异性	低	高	高
成分	不明确	明确	明确
制备工艺	简单	复杂 (需要佐剂)	简单
免疫应答特征	体液免疫&细胞免疫	体液免疫/细胞免疫	体液免疫&细胞免疫

资料来源:《mRNA 疫苗的开发及临床研究进展,胡舜》,国投证券研究中心

引入专家人才,加强科研合作,持续深化 mRNA 疫苗布局。2022 年公司于康奈尔大学引入专家人才李劼博士,负责 mRNA 疫苗平台的建设工作,提升了内部团队的厚度和自主科研水平,为后续的研发突破奠定坚实的基础。此外公司加强了与科研单位的合作,由公司牵头建设的动物疫苗技术创新中心于 2022 年 12 月获批建设,并邀请到陈润生院士团队加盟,成为自治区首家动物疫苗领域技术创新中心,也是全区获批的第三家自治区级技术创新中心。

### 3.3.3. 非瘟研发稳步推进,亚单位疫苗应急评价进展顺利

多条研发路线并进,亚单位疫苗进展顺利。公司在 P3 实验室基础上建立非洲猪瘟疫苗集成研发平台,同时开展基因缺失疫苗、亚单位疫苗、腺病毒疫苗、mRNA 疫苗多条技术路线的研究,经过多年的基础研究及大量的动物安全性有效性评价,公司非洲猪瘟疫苗的研发工作已取得重大突破。

- **亚单位疫苗：**公司与中国科学院生物物理研究所等单位联合开展非洲猪瘟亚单位疫苗研制，并于 2023 年 4 月正式向农业农村部提交非洲猪瘟亚单位疫苗应急评审材料。该技术路线是多组分的纳米颗粒结合纳米载体技术、新型免疫佐剂以及基于结构解析深度优化设计的新型疫苗。在安全性和有效性上，经多轮本动物试验验证，展示了良好的安全性和保护效果。
- **mRNA 疫苗：**目前对已筛选出的非洲猪瘟病毒抗原蛋白进行 mRNA 疫苗表达验证以及本动物试验，多个靶点上展现了良好的保护效果，项目研发按预期快速推进。由于非洲猪瘟基因组庞大，在传播过程中易变异，而 mRNA 疫苗在变异性高的病毒疫苗领域，具有不可代替的优势，因此 mRNA 疫苗非常适合用于非瘟疫苗的研发。
- **基因缺失疫苗：**完成了 1177 单基因缺失、双基因缺失、以及多基因缺失等基因工程毒株的构建，结果显示以上各基因缺失疫苗均具有较高的保护性和较好的安全性。
- **载体疫苗：**承接了非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究的国家重点研发项目，开展相关试验研究及评价工作。

### 3.3.4. 产品矩阵持续丰富，布局宠物蓝海潜力可期

多款新品即将上市，拓宽长期增长空间。2022-2023 年公司新获得新兽药注册证书 1 个，产品批准文号 11 个，发明专利 9 项。在新型疫苗研发方面，公司猪口蹄疫 VLP 疫苗、猪瘟 E2 蛋白亚单位疫苗、猪伪狂犬基因缺失灭活疫苗等 10 个疫苗处于新兽药注册阶段，2024 年有望取得阶段性进展。

表19：公司 2022-2023 年获得突破性进展的产品

产品名称	所处阶段
猪圆环病毒 2 型亚单位疫苗（大肠杆菌源）	获得新兽药注册证书
猪丹毒活疫苗（G4T10 株）	获得产品批准文号批件
布鲁氏菌基因缺失活疫苗（M5-90△26 株）	获得产品批准文号批件
猪圆环病毒 2 型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗（重组杆状病毒 DBN01 株+DJ-166 株）	获得产品批准文号批件
布鲁氏菌病活疫苗（Rev.1 株）	获得产品批准文号批件
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6 Re-13 株+H5N8 Re-14 株，H7N9 H7-Re4 株）	获得产品批准文号批件
重组禽流感病毒（H5 亚型）二价灭活疫苗（H5N6 Re-13 株+H5N8 Re-14 株）	获得产品批准文号批件
鸡马立克氏病活疫苗（rMDV-MS-△meq 株）	获得产品批准文号批件
鸭传染性浆膜炎二价灭活疫苗（1 型 SG4 株+2 型 ZZY7 株）	获得产品批准文号批件
I 型鸭肝炎病毒精致蛋黄抗体	获得产品批准文号批件
鸭坦布苏病毒病活疫苗（FX2010-180P 株）	获得产品批准文号批件
鸡传染性鼻炎（A 型）灭活疫苗	获得产品批准文号批件

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**多联苗研发持续加码，适应下游防疫需求。**相较于单苗，使用多联苗，减少了动物群体的接种次数，可以有效减少接种对动物群体的免疫应激以及疫苗注射带来的相关成本，提高生产效率，实现“一针多防”。近年来，随着养殖端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，简化免疫程序已经成为越来越多养殖企业的追求。为解决客户防疫痛点，建立产品竞争壁垒，公司加快推进对多联多价疫苗的研究开发工作，目前2个项目正处于新兽药注册阶段，1个项目获得临床试验批件，3个项目已进入临床试验申报阶段，5个项目处于实验室研发阶段。

**表20：公司多联苗产品研究进展**

产品名称	所处阶段
新流法腺四联灭活疫苗	新兽药注册阶段
新流腺三联灭活疫苗	新兽药注册阶段
新支流法腺五联灭活疫苗	获得临床试验批件
羊五联六防亚单位灭活疫苗	正在申报临床试验
牛巴氏杆菌、曼氏杆菌二联灭活疫苗	正在申报临床试验
牛口蹄疫、腹泻、鼻气管炎三联灭活疫苗	正在申报临床试验
新支法关四联灭活疫苗	实验室研究阶段
新流鼻三联灭活疫苗	实验室研究阶段
羊肺炎支原体、副流感病毒3型、曼氏杆菌三联灭活疫苗	实验室研究阶段
牛轮状病毒-大肠杆菌二联灭活疫苗	实验室研究阶段
牛病毒性腹泻、传染性鼻气管炎、牛副流感三联疫苗	实验室研究阶段

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

**携手日本公立布局宠物板块，宠物联苗已进入临床试验阶段。**公司2019年与日本共立制药共同投资设立合资公司金宇共立，实现强强联合。共立制药为亚洲最大的动保企业，深入布局宠物产业多年，受益于其在宠物产品端的深厚积淀，公司有望稳健进驻中国宠物市场。目前公司已取得犬四联疫苗、猫四联疫苗临床试验批件，犬三联疫苗处于临床试验阶段，猫三联疫苗已提交应急评审，新立项宠物用骨关节炎产品、猫泛白细胞减少症治疗用药物的研发工作进展顺利。

**表21：公司宠物系列产品研发进展**

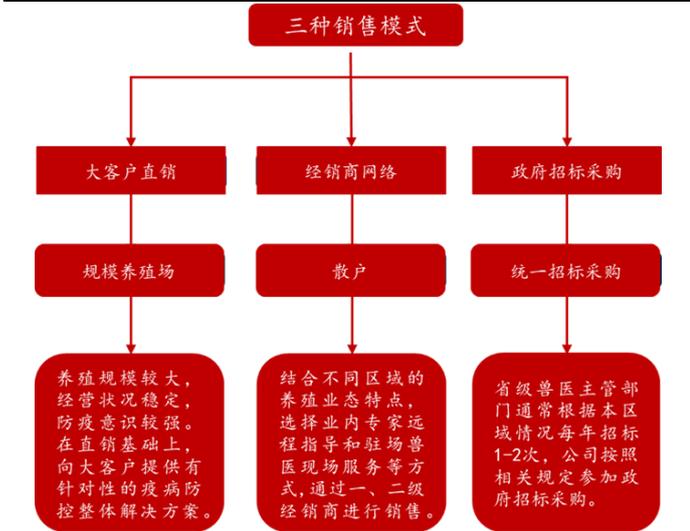
产品名称	所处阶段
犬四联疫苗	新兽药注册阶段
猫三联灭活疫苗	已提交应急评审
猫四联灭活疫苗	临床试验阶段
犬三联活疫苗	临床试验阶段
猫泛白细胞减少症治疗药物	实验室研究阶段
猫 $\omega$ 干扰素	实验室研究阶段
宠物用骨关节炎产品	实验室研究阶段

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

### 3.4. 销售：改变传统销售模式，推出一体化防控方案

三种销售体系，覆盖全国的营销网络。公司销售模式按照销售对象及方式的不同，分为大客户直销、经销商网络和政府招标采购三种。目前公司的营销网络已经覆盖除港澳以外的全国32个省级行政区，销售网络建设完备。

图37. 公司主要销售模式及其特点



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

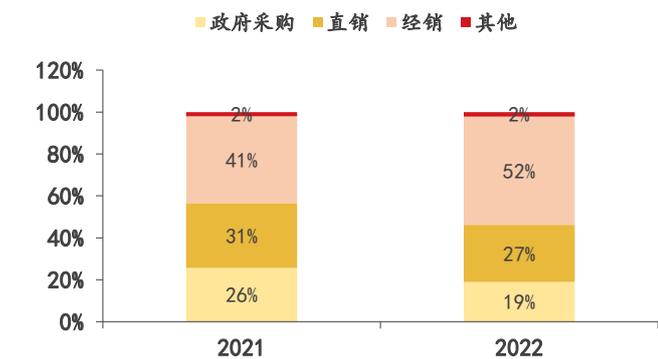
图38. 公司销售网络分布



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

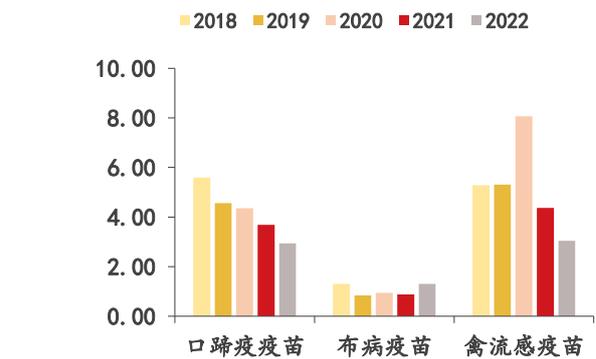
**政采端：主动应对政策变动，政采端份额持续下降。**为应对2025年到来的逐步全面取消政采，公司积极调整政采端销售占比，减少对政采的依赖程度。2020-2022年，公司主要政采品种口蹄疫疫苗和禽流感疫苗持续下降，2022年医疗机构采购口蹄疫疫苗/禽流感疫苗共2.9/3.0亿毫升，相比2020年-33%/-62%。2022年公司在政府采购端实现收入2.8亿元，同比-38%，占总收入的比重减少7 pct至19%。

图39. 2021-2022年公司主要销售模式销售占比（%）



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图40. 近5年政采苗订单明显减量（亿毫升）

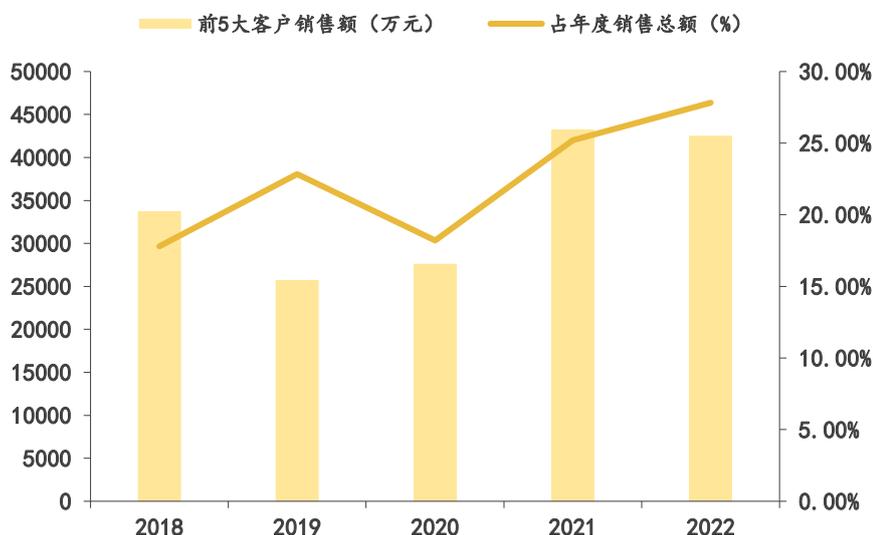


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

**渠道端：优化营销体系，渠道端表现亮眼。**公司对营销体系进行组织变革，引入行业优秀人才，组建更加专业、更有活力的营销团队，并持续推进下沉渠道。2022年公司整体收入下滑的情况下，公司渠道端仍实现收入7.65亿元，同比+5.36%，毛利率为61%，位居各板块首位，销售收入占比同比提升11 pct至52%。

**直销端：变更销售策略非口产品发力，携手大客户开展战略合作。**2019年张竞担任公司总裁后，公司改变了原先以口蹄疫疫苗为主的销售策略，开始在非口产品上发力。通过深耕战略客户，与主要大型养殖客户均开展战略合作，公司非口蹄疫产品渗透率及销量均有所提升。2022年前五大客户销售额为4.3亿元，占总销售额的比重为27.8%，同比提升2.6pct。

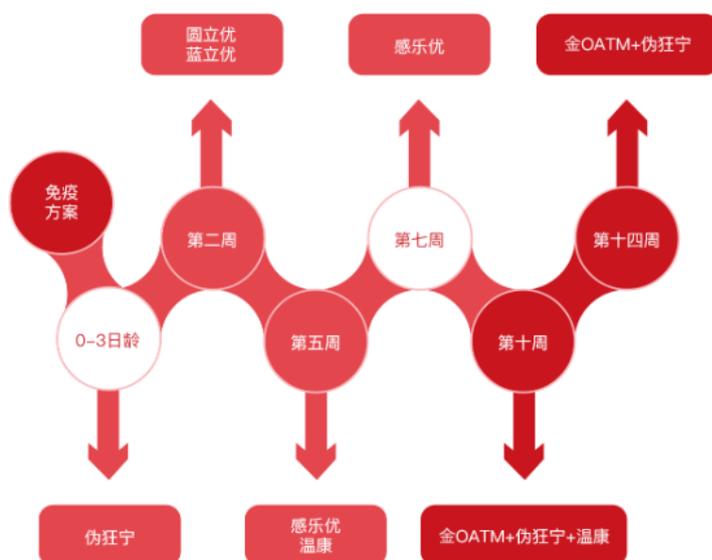
图41. 2018-2022年公司前5大客户销售额及其占比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

**推出科学防控方案，品牌影响力持续提升。**公司为客户提供定制化疫病防控整体解决方案，“口蹄疫+伪狂犬+猪瘟”的组合免疫策略、无针注射免疫设备及O2O线上专家会诊等创新型防疫措施得到客户高度认可，在为客户节约养殖成本、提升养殖效益的同时，公司品牌影响力进一步提高。

图42. 公司组合免疫方案



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

## 4. 盈利预测

### 4.1. 业绩预测

**短期看点：**口苗业务稳健发展，非口产品占比拉升，摆脱口苗依赖困境。

- **口苗传统业务：**公司为口蹄疫疫苗传统龙头企业，依靠口苗发家、成长。在市场低价竞争的环境下，公司口苗批签发量仍旧保持行业领先，守住市场份额。当前口苗价格已接近成本线，预计后续价格下降空间有限，价格战有望结束。公司最早建立口苗市场化销售渠道，2025年政取消后，有望充分受益，抢占市场苗空间。此外通过精进工艺，不断降本增效，并开发新型口苗，口苗端整体盈利能力有望回暖。
- **非口产品：**近年来管理层逐渐重视非口产品销售，不断推出高毛利新品，圆支、布病、牛二联等非口产品贡献增量空间，拉升毛利水平。
- **养殖端景气度回暖：**动保产品需求与养殖端景气度关联度较高，根据能繁母猪产能去化速度推测，我们预计生猪周期将于2024年H2迎来景气上行，或带动动保产品需求回暖。

**中期关注：**非瘟疫苗作为行业重大单品，若顺利获批上市，将大幅扩容动保市场，公司作为研发企业之一，有望抢占市场份额，助力公司业绩高增。宠物端产品研发持续推进，上市后可为公司拓宽宠物赛道，提供业绩弹性。

**长远展望：**公司率先布局第三代疫苗技术-mRNA疫苗，该项疫苗技术适合用于易变异疫苗的研发，公司在该项技术上处于行业领先。目前该技术尚未成熟，若未来获得政策支持，公司将引领行业技术创新，或可开启动保行业新篇章。

- **猪用疫苗：**预计2023-2025年公司猪用疫苗业务实现收入9.1/10.1/11.0亿元，同比增速5.7%/11.1%/8.9%，毛利率为63.9%/64.6%/65.4%。
- **反刍疫苗：**预计2023-2025年公司反刍疫苗业务实现收入5.2/5.8/6.5亿元，同比增速36.0%/12.2%/11.8%，毛利率为63.6%/65.0%/65.1%。
- **禽用疫苗：**预计2023-2025年公司禽用疫苗业务实现收入2.1/2.2/2.3亿元，同比增速4.3%/4.7%/4.3%，毛利率为36.7%/37.7%/38.1%。

综上，在不考虑非洲猪瘟疫苗的情况下，我们预计公司2023-2025年实现营收17.5/20.1/23.3亿元，同比增速14.6%/14.9%/15.7%。

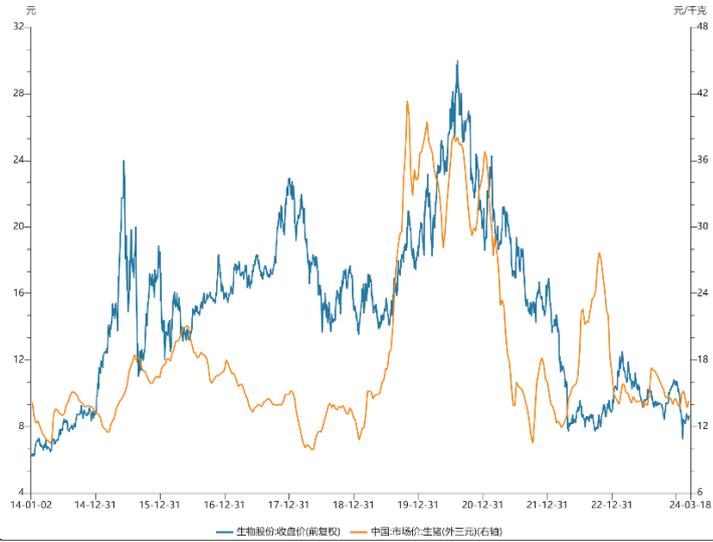
**表22：公司业绩预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1776.3	1528.7	1751.3	2012.1	2328.8
YOY	12.3%	-13.9%	14.6%	14.9%	15.7%
毛利率	61.9%	55.2%	59.4%	59.4%	58.3%
猪用疫苗	1065.6	858.3	907.1	1008.0	1097.3
YOY	17.0%	-19.4%	5.7%	11.1%	8.9%
毛利率	67.3%	61.2%	63.9%	64.6%	65.4%
反刍动物疫苗	406.4	382.1	519.7	583.0	652.1
YOY	50.0%	-6.0%	36.0%	12.2%	11.8%
毛利率	62.7%	56.4%	63.6%	65.0%	65.1%
禽用疫苗	237.9	203.8	212.6	222.7	232.2
YOY	-19.0%	-14.3%	4.3%	4.7%	4.3%
毛利率	43.4%	31.3%	36.7%	37.7%	38.1%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

## 4.2. 估值及投资建议

图43. 公司股价与猪周期景气度高度关联



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图44. 公司历史估值水平



资料来源: wind, 国投证券研究中心

表23: 可比公司估值水平

公司代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE			总市值 (亿元)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
688526.SH	科前生物	18.21	1.11	1.37	1.58	16.38	13.33	11.53	84.89
600195.SH	中牧股份	9.63	0.60	0.74	0.90	16.02	12.95	10.72	98.34
603566.SH	普莱柯	17.37	0.72	0.95	1.21	24.27	18.25	14.41	60.11
300119.SZ	瑞普生物	14.71	0.99	1.22	1.47	14.82	12.08	9.98	68.59
平均 PE						17.87	14.15	11.66	
600201.SH	生物股份	8.90	0.24	0.33	0.40	36.34	26.82	21.98	99.71

资料来源: wind (除生物股份外其他公司盈利预测数据来自wind一致预期, 数据截至2024年03月20日), 国投证券研究中心

预计公司 2023-2025 年分别实现净利润 2.7/3.7/4.5 亿元, 同比增速 30.2%/35.5%/22.0%。选取同行业中市值规模靠前的动物疫苗生产公司作为可比公司进行估值。考虑到公司近 10 年 PE 中位数约为 36, 估值水平显著高于同行业其他公司, 主要由于 2012-2018 年公司依靠口苗产品呈现出较强  $\alpha$  行情, 对应净利润 CAGR 为 34.0%, 而可比公司中牧股份和普莱柯分别为

10.0%/0.8%。2022年3-4月猪价探底，公司PE于同年4月21日到达相对低点，但仍可达21倍，随猪价回暖，公司PE于2023年2月28日回升至81倍。考虑到公司口苗优势降低，公司PE或不及此前水平。预计生猪养殖景气度将于2024年H2回升，给予公司2024年35倍PE，对应6个月目标价为11.62元，首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。

## 5. 风险提示

**行业竞争加剧导致疫苗降价风险：**目前行业内口蹄疫疫苗研发工艺较为成熟，产品同质化严重导致行业内激烈竞争，若竞争持续，口苗售价将进一步下降，影响公司盈利水平。

**下游养殖行业周期性波动风险：**公司业务处于下游养殖行业后周期，下游养殖行业周期波动或影响公司产品需求。

**产品审批进度不及预期风险：**非瘟疫苗应急评价进度存在不确定性，存在审批时间较长和审批不通过的风险。

**产品推广不及预期风险：**存在新产品推广不及预期，或影响公司业绩。

**盈利预测不及预期风险：**公司业绩弹性由产品销量增速、销售均价及毛利率影响，若公司产品销售增速减缓，售价降低，毛利率下降，将影响公司盈利预测。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1,776.3	1,528.7	1,751.3	2,012.1	2,328.8	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	677.1	685.3	711.5	816.4	970.6	营业收入增长率	12.3%	-13.9%	14.6%	14.9%	15.7%
营业税费	24.5	22.3	25.1	28.6	33.5	营业利润增长率	-13.2%	-38.5%	25.7%	33.0%	17.9%
销售费用	367.2	294.4	332.7	382.3	433.2	净利润增长率	-5.9%	-44.9%	30.2%	35.5%	22.0%
管理费用	134.7	127.4	141.9	148.9	160.7	EBITDA 增长率	-10.5%	-31.4%	34.8%	22.2%	14.3%
研发费用	165.9	133.8	157.6	177.1	202.6	EBIT 增长率	-18.6%	-50.4%	67.3%	33.4%	18.4%
财务费用	-40.5	-46.0	-24.6	-31.2	-34.9	NOPLAT 增长率	-13.3%	-51.6%	50.8%	34.2%	21.4%
加: 资产/信用减值损失	-53.0	-78.7	-85.3	-73.4	-68.6	投资资本增长率	11.4%	-2.2%	-6.4%	0.5%	-5.2%
公允价值变动收益	-3.2	-4.5	-3.4	8.7	8.9	净资产增长率	5.6%	-3.8%	9.8%	4.2%	4.8%
投资和汇兑收益	6.4	-5.3	2.5	1.2	-0.5						
<b>营业利润</b>	414.7	255.1	320.8	426.5	503.0	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-1.4	-9.5	-4.1	-5.0	-6.2	毛利率	61.9%	55.2%	59.4%	59.4%	58.3%
<b>利润总额</b>	413.3	245.6	316.6	421.5	496.7	营业利润率	23.3%	16.7%	18.3%	21.2%	21.6%
减: 所得税	24.3	45.4	42.0	53.9	52.5	净利润率	21.5%	13.8%	15.7%	18.5%	19.5%
<b>净利润</b>	382.3	210.7	274.4	371.8	453.6	EBITDA/营业收入	30.9%	24.6%	28.9%	30.8%	30.4%
						EBIT/营业收入	20.1%	11.6%	16.9%	19.6%	20.1%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	343	392	327	269	223
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	92	134	106	90	79
货币资金	1,334.2	1,405.4	2,268.2	2,355.8	2,825.5	流动资产周转天数	603	641	640	655	632
交易性金融资产	183.9	46.9	58.5	74.6	78.4	应收账款周转天数	143	186	167	145	137
应收账款	766.9	812.0	816.3	803.9	972.2	存货周转天数	68	77	68	66	67
应收票据	13.8	53.4	1.0	53.0	2.4	总资产周转天数	1,305	1,530	1,376	1,278	1,167
预付账款	9.7	10.2	12.7	10.9	15.2	投资资本周转天数	581	704	589	497	419
存货	317.7	333.5	332.7	409.8	458.1						
其他流动资产	134.5	19.3	54.8	69.6	47.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.3%	4.2%	4.9%	6.4%	7.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	3.1%	3.9%	5.0%	5.7%
长期股权投资	268.3	266.9	268.1	269.4	270.5	ROIC	13.0%	5.6%	8.7%	12.5%	15.0%
投资性房地产	107.4	103.8	100.6	97.7	96.5	<b>费用率</b>					
固定资产	1,684.6	1,641.6	1,535.7	1,470.7	1,408.1	销售费用率	20.7%	19.3%	19.0%	19.0%	18.6%
在建工程	128.7	151.7	163.8	156.9	147.9	管理费用率	7.6%	8.3%	8.1%	7.4%	6.9%
无形资产	648.5	668.5	675.0	674.5	682.9	研发费用率	9.3%	8.8%	9.0%	8.8%	8.7%
其他非流动资产	1,005.8	876.1	707.8	839.7	805.2	财务费用率	-2.3%	-3.0%	-1.4%	-1.5%	-1.5%
<b>资产总额</b>	6,603.9	6,389.3	6,995.2	7,286.6	7,810.6	四费/营业收入	35.3%	33.3%	34.7%	33.7%	32.7%
短期债务	-	10.0	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	475.5	406.9	524.4	570.8	767.7	资产负债率	15.8%	16.3%	16.0%	16.0%	17.8%
应付票据	5.2	12.9	5.4	7.5	8.6	负债权益比	18.8%	19.4%	19.1%	19.0%	21.7%
其他流动负债	208.4	228.9	233.5	220.4	248.1	流动比率	4.01	4.07	4.64	4.73	4.29
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.54	3.56	4.21	4.22	3.85
其他非流动负债	354.5	380.9	357.1	364.2	367.4	利息保障倍数	-8.83	-3.85	-12.06	-12.68	-13.41
<b>负债总额</b>	1,043.7	1,039.7	1,120.4	1,162.9	1,391.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	288.0	277.5	277.7	273.5	264.2	DPS(元)	0.11	0.06	0.08	0.11	0.13
股本	1,126.2	1,120.4	1,120.4	1,120.4	1,120.4	分红比率	31.7%	31.8%	32.2%	31.9%	32.9%
留存收益	4,259.6	4,290.7	4,476.7	4,729.8	5,034.3	股息收益率	1.3%	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%
<b>股东权益</b>	5,560.2	5,349.7	5,874.8	6,123.7	6,418.9						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	389.0	200.1	274.4	371.8	453.6
						加: 折旧和摊销	191.3	199.2	210.7	224.1	239.7
						资产减值准备	51.7	77.0	-	-	-
						公允价值变动损失	3.2	4.5	-3.4	8.7	8.9
						财务费用	-13.8	-28.2	-24.6	-31.2	-34.9
						投资收益	-6.4	5.3	-2.5	-1.2	0.5
						少数股东损益	6.7	-10.5	0.3	-4.2	-9.3
						营运资金的变动	-809.0	108.5	268.5	-220.6	113.8
						<b>经营活动产生现金流量</b>	533.1	344.7	723.4	347.4	772.4
						投资活动产生现金流量	-548.1	176.6	-125.8	-172.5	-188.3
						融资活动产生现金流量	-123.3	-437.3	265.1	-87.3	-114.4
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.34	0.19	0.24	0.33	0.40
						BVPS(元)	4.71	4.53	5.00	5.22	5.49
						PE(X)	25.2	45.7	35.1	25.9	21.2
						PB(X)	1.8	1.9	1.7	1.6	1.6
						P/FCF	133.1	33.5	21.3	27.0	16.1
						P/S	5.4	6.3	5.5	4.8	4.1
						EV/EBITDA	29.5	21.2	13.4	10.6	8.6
						CAGR(%)	-1.9%	30.4%	-13.4%	-1.9%	30.4%
						PEG	-13.5	1.5	-2.6	-13.9	0.7
						ROIC/WACC	1.2	0.5	0.8	1.2	1.4
						REP	4.3	5.0	3.0	2.0	1.6

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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： 518046

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