

2024年05月31日
金河生物(002688.SZ)

SDIC

 **公司深度分析**

证券研究报告

农林牧渔

金霉素龙头主业稳健, 疫苗业务再添增量

目 传统金霉素龙头, 多业务齐头并进

公司金霉素年综合产能 5.5 万吨, 是全球最大的饲用金霉素生产基地, 销售遍布全球重点市场, 此外, 公司在其它相关领域多点布局, 目前已形成了包括“兽用原料药、动保制剂、动物疫苗、动物营养、玉米淀粉及副产品、环保综合治理”在内的“动保、环保、农产品加工”三大板块、六大领域齐头并进的业务格局。受行业“禁抗”政策及猪周期因素影响, 2019-2022 年公司净利润持续下滑, 但公司积极拓展疫苗业务, 加之金霉素市场逐步回暖, 2023 年公司净利润实现触底回升, 盈利能力回暖迹象。

目 化药业务: 金霉素市场逐步回暖, 产能扩张规模优势凸显

市场逐步回暖: 海外: 据 FDA 数据显示, 2017 年受美国《兽药饲料指令》(VFD) 实施影响, 2017 年美国医用重要抗生素 (MIA) 在养殖业的销售量大幅下降至 5296 吨, 同比-34%。但自 2018 年以来, MIA 销售量稳步上升, 2022 年销售量回暖至 6200 吨。国内: 目前金霉素在我国目前仅使用于猪, 公司正在积极申报金霉素增加牛羊靶向动物, 预计 2024 年或 2025 年获得批准, 获准后预期能提升金霉素销量 1-2 万吨/年。

产能翻倍扩张: 公司六期工程项目预期将在 2024 年投产, 投产后预期化药年总产能将增加 6 万吨, 其中金霉素年产能增加 5.2 万吨, 盐酸金霉素年产能增加 1000 吨, 届时公司化药产能将实现翻倍, 稳占全球金霉素龙头地位, 规模优势有望进一步突出。

目 疫苗业务: 蓝耳灭活疫苗市占第一, 布病疫苗有望成为新一代大单品, 非瘟疫苗进展顺利

蓝耳疫苗: 公司不断深耕蓝耳疫苗领域, 先后推出蓝耳活疫苗、蓝耳灭活疫苗、蓝耳嵌合疫苗。2023 年公司蓝耳疫苗批签发数为 77 次, 占总批签发数 12.22%, 同比+3.13pct, 其中蓝耳灭活苗总批签发数量为 1.13 亿头份, 以 3400 多万头份位居行业第一。

布病疫苗: 布病拥有量价双增逻辑, 市场增量空间巨大。2023 年公司新推出的划时代新品布病基因缺失活疫苗 (BA0711 株) 产品具有“孕畜可用、生物安全性高、牛羊通用、检测净化”等特点, 是首款符合世界卫生组织理想标准的动物布病疫苗, 行业领先优势明显。

非瘟疫苗: 2023 年 5 月, 公司投资 2.88 亿元收购吉林百思万可公司 60% 股权, 进军非瘟疫苗赛道。公司路径为基因缺失冻干灭活疫苗, 实验结果显示疫苗效果良好, 已提交农业农村部应急评价, 现规划有非洲猪瘟疫苗产能 2 亿头份。

目 投资建议:

投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价 **5.23 元**
股价 (2024-05-30) **4.70 元**

交易数据

总市值(百万元)	3,785.05
流通市值(百万元)	3,613.56
总股本(百万股)	780.42
流通股本(百万股)	745.06
12 个月价格区间	3.01/5.18 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	28.1	28.6	0.9
绝对收益	30.4	31.8	-5.8

冯永坤 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523090001

fengyk@essence.com.cn

相关报告

目前生猪养殖端已有回暖迹象，养户使用药苗情绪有望形成支撑，预计公司整体盈利能力反弹回升，2024-2026 年实现净利润 1.4/1.8/2.2 亿元，同比增速 57.4%/30.8%/23.9%，对应的 EPS 为 0.17/0.23/0.28。公司化药业务持稳，布病疫苗领先行业，非洲猪瘟疫苗正处于应急评价中，若顺利上市，公司业绩将大幅扩容，故可享受一定估值溢价。选取业务结构相似的动保企业作为可比公司，参考 2024 年 wind 一致预期均值 22 倍 PE，给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应 6 个月目标价为 5.23 元，首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。

风险提示：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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,122.7	2,174.1	2,332.9	2,531.9	2,711.0
净利润	75.5	86.5	136.1	178.0	220.5
每股收益(元)	0.10	0.11	0.17	0.23	0.28
每股净资产(元)	2.85	2.88	3.10	3.25	3.44

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	48.6	42.4	26.9	20.6	16.6
市净率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4
净利率	3.6%	4.0%	5.8%	7.0%	8.1%
净资产收益率	3.4%	3.8%	5.6%	7.0%	8.2%
股息收益率	2.1%	2.1%	2.3%	1.6%	2.0%
ROIC	4.3%	4.2%	5.9%	7.1%	7.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 录

1. 公司简介：金霉素龙头主业企稳，历经低谷快速复苏	5
1.1. 历史沿革：兽用金霉素龙头企业，专注动保行业 34 年	5
1.2. 股权结构：股权结构稳定，核心团队经验丰富	6
1.3. 财务表现：营收增长稳定，盈利能力回暖趋势已现	6
2. 行业分析：政策引领发展，动保行业市场化提速	8
2.1. 市场规模增速减缓，行业进入规范发展期	8
2.2. 兽用化药：政策推动落后产能出清，行业集中度提升	9
2.3. 兽用生物制品：政策驱动市场化发展，激发行业竞争活力	12
2.4. 非瘟疫苗：应急评审进展顺利，市场空间广阔	13
3. 公司分析：“兽药+疫苗”双轮驱动，多元布局助力业务突破	14
3.1. 化药业务：金霉素业务全球布局，市场回暖再起航	14
3.1.1. 深耕金霉素成就卓越兽药工艺，产品矩阵丰富满足不同需求	14
3.1.2. 销售网络覆盖全球，市场回暖未来可期	15
3.1.3. 金霉素产能规模优势突出，助力化药业务腾飞	16
3.2. 疫苗业务：猪苗业务疫苗快速起航，布病疫苗行业领先	17
3.2.1. 猪用疫苗：蓝耳灭活疫苗市占第一，战略布局非瘟疫苗	19
3.2.2. 反刍疫苗：划时代意义产品问世，布病疫苗市场格局有望重塑	19
4. 盈利预测与投资建议	22
5. 风险提示	23

目 录

图 1. 公司历史沿革	5
图 2. 公司主要业务板块及子公司	5
图 3. 公司股权结构（截至 2024 年一季度）	6
图 4. 2017-2023 年公司营收持续增长	7
图 5. 归母净利润变化趋势	7
图 6. 公司各业务收入占比	7
图 7. 主要业务毛利率变化	7
图 8. 公司盈利水平出现回暖	8
图 9. 公司三项费用率	8
图 10. 兽药产品分类	8
图 11. 2017-2022 年兽药行业销售额及增速	9
图 12. 2022 年兽药行业分产品销售额占比	9
图 13. 2016-2022 年不同类型企业数量	9
图 14. 2016-2022 年不同规模企业占比	9
图 15. 我国抗菌药按使用目的分类统计	10
图 16. 2019-2020 年中国兽用抗菌药的使用途径分类情况	10
图 17. 2021-2022 年不同规模化药企业占比	11
图 18. 原料药&制剂企业 CR10 销售额占比	11
图 19. 2017-2022 年兽药行业原料药销售额及增速	11
图 20. 2017-2022 年化药制剂销售额及增速	11
图 21. 2017-2022 年兽用生物制品销售额	12
图 22. 强免苗销售占比走低	12
图 23. 非瘟疫苗应急评价流程	13

图 24. 公司兽用化药产品系列	14
图 25. 公司全球销售网路图	15
图 26. 美国畜禽产量（猪为右轴，牛和鸡肉为左轴）	16
图 27. 全球金霉素产能分布占比图（2021）	16
图 28. 国内玉米价格走低（单位：元/公斤）	17
图 29. 公司疫苗战略布局	17
图 30. 2014-2023 年公司研发投入	18
图 31. 公司 2016-2023 年蓝耳疫苗批签发数量及占比	19
图 32. 牛出栏数量及增长率	21
图 33. 羊出栏数量及增长率	21
表 1: 公司核心管理人员情况（部分）	6
表 2: 禁抗相关政策	10
表 3: 《兽药 GMP（2002 年修订）》和《兽药 GMP（2020 年修订）》对比	11
表 4: “先打后补”相关政策	12
表 5: 目前进展较快的非瘟疫苗研发项目	13
表 6: 理想情况下非瘟疫苗市场需求量测算	14
表 7: 非瘟疫苗市场规模测算	14
表 8: 金霉素、强力霉素、盐酸金霉素特性对比	15
表 9: 公司在研兽用疫苗产品	18
表 10: 2023 年布病疫苗批签发占比	20
表 11: 2023 年各公司布病疫苗批签发情况	20
表 12: 各类布病疫苗适用品种及价格对比	21
表 14: 可比动保公司估值水平	23

1. 公司简介：金霉素龙头主业企稳，历经低谷快速复苏

1.1. 历史沿革：兽用金霉素龙头企业，专注动保行业 34 年

深耕动保行业三十载，全球金霉素生产龙头。公司创建于1990年3月，2012年7月在深交所成功上市。现有业务覆盖动物保健品业务、环保污水处理业务和玉米深加工业务三大板块，产品种类涵盖饲料添加剂、兽用疫苗、兽用化学药品、动物营养品、玉米淀粉及工业污水处理服务。当前公司共有19家子公司，形成了包括“兽用原料药、动保制剂、动物疫苗、动物营养、玉米淀粉及副产品、环保综合治理”在内的“动保、环保、农产品加工”三大板块、六大领域齐头并进的业务格局，其核心产品饲用金霉素年综合产能5.5万吨，是全球最大的饲用金霉素生产基地。

图1. 公司历史沿革



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

- **兽用化学药品业务：**是公司成立以来即从事的核心业务，核心产品为金霉素预混剂，全球产销量领先、品牌优势突出。
- **兽用生物制品（疫苗）业务：**自公司2015年收购杭州佑本时开始布局，营收贡献比例稳中有升。2016年收购美国普泰克公司，依托全球领先的四大技术平台，目前已经打造10条GMP生产线，其中蓝耳灭活疫苗市占率行业第一。
- **农产品（淀粉与副产品）加工业务：**主要包括淀粉及联产品、液糖。玉米加工项目作为公司配套支持部门，为公司主产品金霉素的生产提供主要原料玉米淀粉，富余部分对外销售。
- **环保（污水处理）业务：**主要有工业污水处理、中水回用、固废填埋、气味治理等，作为公司配套支持部门，主要为公司和场区临近企业提供污水处理业务及环保解决方案。

图2. 公司主要业务板块及子公司

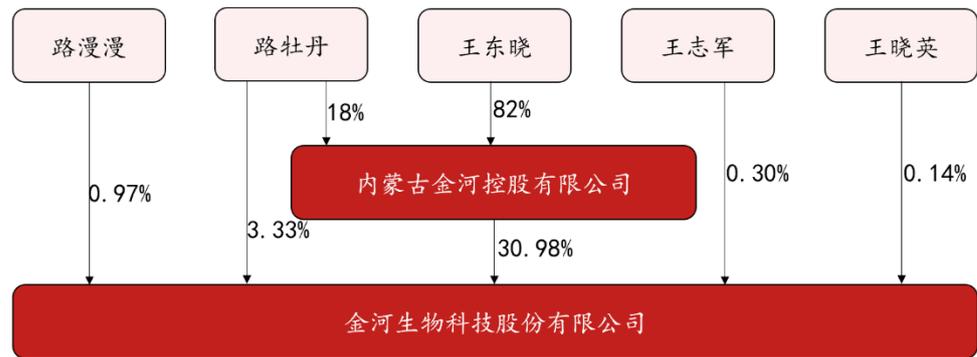


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

1.2. 股权结构：股权结构稳定，核心团队经验丰富

股权结构稳定集中，管理层经验丰富。公司控股股东为内蒙古金河控股有限公司，持有公司 30.98% 的股份，公司实际控制人为王东晓、路牡丹夫妇，分别持有内蒙古金河控股有限公司 82% 和 18% 的股权，2 人合计实际控制公司 34.31% 的股份。公司核心管理层任职年限较长，管理经验丰富，对公司熟悉度高。董事长王东晓先生创立公司以来一直担任公司董事长，任职年限已超 16 年。

图3. 公司股权结构（截至 2024 年一季度）



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

表1：公司核心管理人员情况（部分）

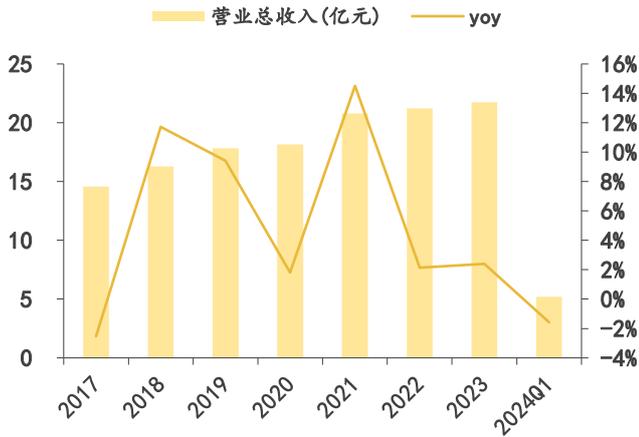
姓名	职务	工作经历	任期起始日期
王东晓	董事长	现任公司董事长，内蒙古金河建筑安装有限责任公司董事长，内蒙古金河控股有限公司法定代表人、执行董事、经理，北京金润汇信息咨询有限公司执行董事	2007年11月27日
路漫漫	董事	现任公司董事、董事会秘书、董事长助理	2021年3月16日
李福忠	副董事长	现任公司副董事长	2007年11月27日
姚民仆	独立董事	现任生物饲料开发国家工程研究中心首席战略官，安佑生物科技集团股份有限公司独立董事，中国畜牧业协会物流分会名誉会长。历任南通正大有限公司执行副总经理，北京大发正大有限公司总经理	2014年4月3日
牛有山	财务总监	高级会计师，现任公司财务总监	2014年8月7日
王治生	副总经理	现任公司副总经理。历任大连经济技术开发区进出口总公司分公司经理、经济师，公司总经理助理、国际营销中心总经理、公司董事	2014年4月3日

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

1.3. 财务表现：营收增长稳定，盈利能力回暖趋势已现

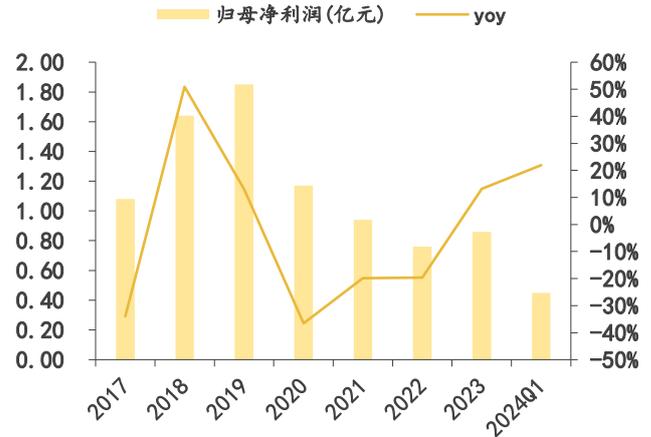
营业收入稳步增长，利润波动明显。近年来，2017-2023 年间，公司营业收入由 14.58 亿增长至 21.74 亿元，年均复合增速为 6.18%；2024 年 Q1 实现营收 5.19 亿元，由于 2023 年 Q1 高基数，同比略降 1.49%。利润端受行业“禁抗”政策、原材料价格波动及下游养殖端景气度等因素影响，近年来较为波动。2023 年公司归母净利润 0.86 亿元，同比+13.16%；2024 年 Q1 归母净利润 0.45 亿元，同比+21.88%。

图4. 2017-2023 年公司营收持续增长



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

图5. 归母净利润变化趋势

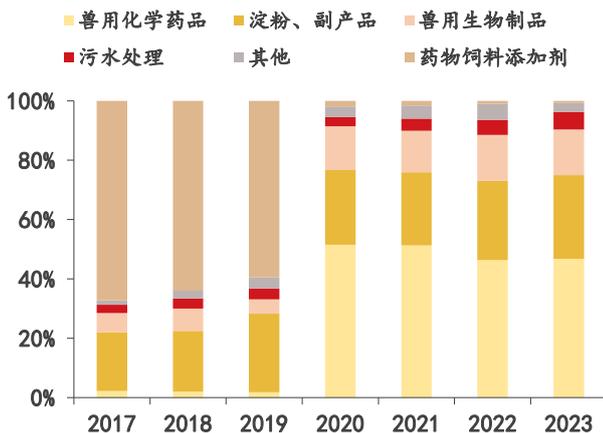


资料来源: ifind, 国投证券研究中心

业务结构多样，动保业务贡献主要营收。2023 年公司兽用化学药品业务、淀粉与副产品加工业务、兽用生物制品业务、污水处理业务和其他业务，分别占总营收的 46.73%、28.21%、15.41%、5.93%、3.02%。

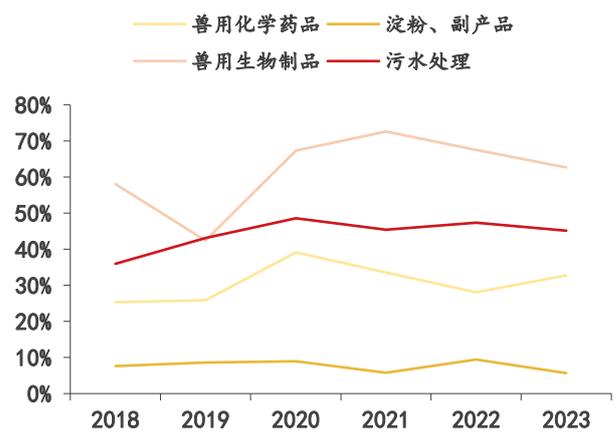
- 兽用化药业务贡献营收 10.16 亿元，同比+3.27%；占比为 46.73%，同比增加 0.38pcts；毛利率为 32.76%，同比增加 4.69pcts。
- 兽用生物制品业务贡献营收 3.35 亿元，同比+1.47%；占比为 15.41%，同比减少 0.14pcts；毛利率为 62.70%，同比减少 4.86pcts。
- 农产品加工业务贡献营收 6.13 亿元，同比+8.31%；占比为 28.21%，同比增加 1.53pcts；毛利率为 5.68%，同比减少 3.76pcts。
- 环保业务贡献营收 1.29 亿元，同比+5.93%；占比为 5.93%，同比增加 0.86pcts；毛利率为 45.11%，同比减少 2.24pcts。

图6. 公司各业务收入占比



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

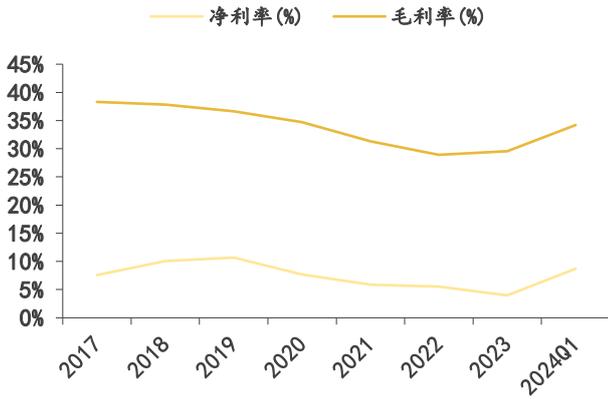
图7. 主要业务毛利率变化



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

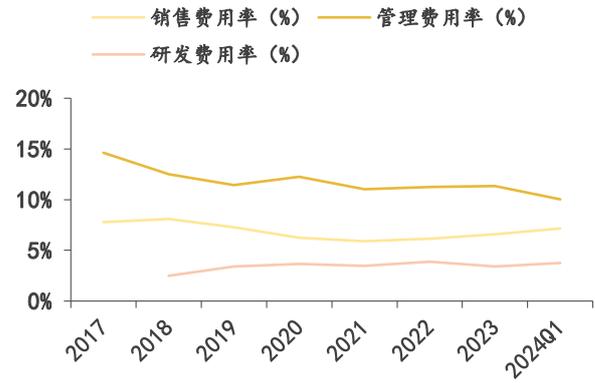
盈利能力有望触底反弹，费用端控制良好。毛利水平：2023 年公司毛利率为 29.55%，同比增加 0.64pcts，主要原因为 2023 年 9 月起玉米价格回落，公司生产成本压力缓解，同时国内外金霉素市场有所恢复，化药业务毛利水平回暖。随 2024 年生猪养殖景气回升，公司盈利能力有望触底反弹。费用端：公司 2023 年销售费用率为 6.59%，同比+0.43pcts，管理费用率为 11.33%，同比+0.07pcts，研发费用率 3.40%，同比-0.48pcts，费用端整体保持稳定，销售费用率略有上升，预计原因为公司疫苗板块处于市场推广期间，广告宣传增加，同时销售人员数量增长导致员工薪酬增加。

图8. 公司盈利水平出现回暖



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

图9. 公司三项费用率



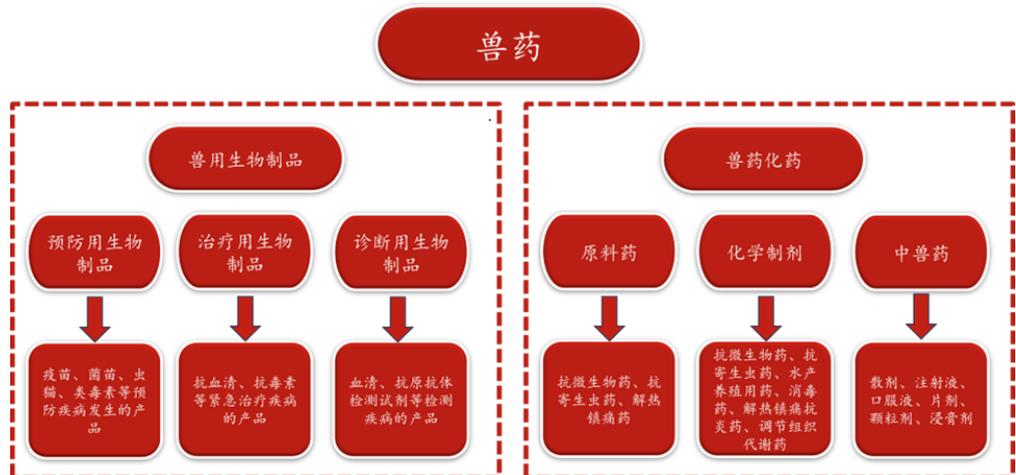
资料来源: ifind, 国投证券研究中心

2. 行业分析：政策引领发展，动保行业市场化提速

2.1. 市场规模增速减缓，行业进入规范发展期

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。

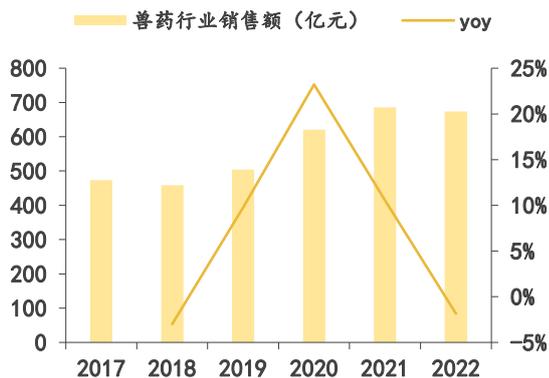
图10. 兽药产品分类



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

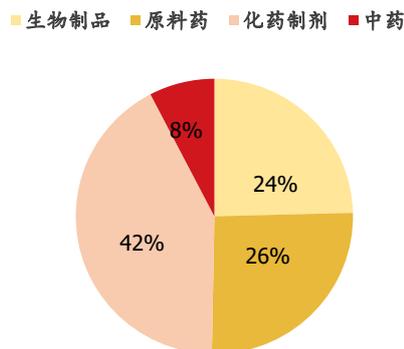
市场规模略降，化药占比突出。2022 年我国兽药产业销售额为 673.45 亿元，同比-1.86%，2017-2022 年兽药产业销售额 CAGR 为 7.32%。分产品来看，2022 年原料药和化药制剂的销售占比为 67.8%，生物制品占比为 24.6%，化药产品贡献了大部分的市场份额。

图11. 2017-2022 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

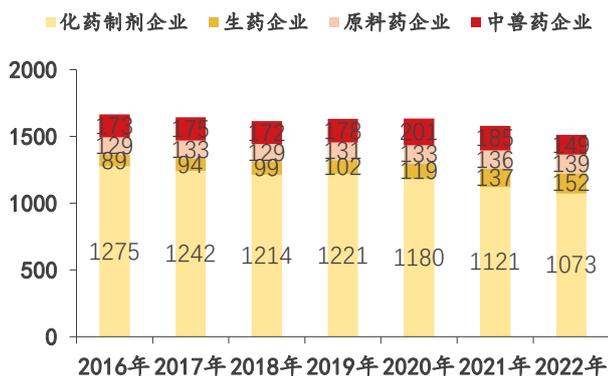
图12. 2022 年兽药行业分产品销售额占比



资料来源：《2022 年兽药产业发展报告》，国投证券研究中心

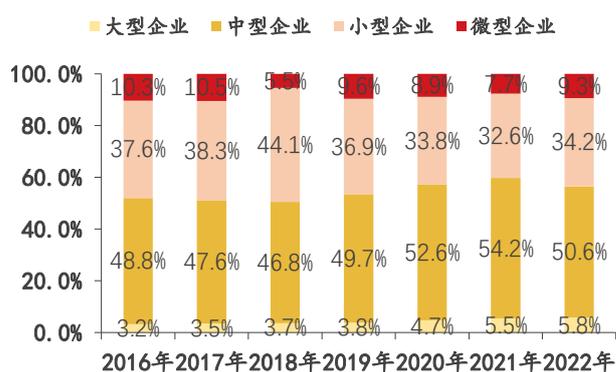
企业结构：化药企业减少，行业整体集中度提升。从企业类别上看，化药制剂类企业，由于门槛较低，随着行业竞争日益激烈，数量有所减少，2022 年数量为 1073 家，较 2016 年减少 202 家；而生药制药呈现逐年增加的态势，2022 年数量为 152 家，相较于 2016 年增长 70.8%。从企业规模上看，行业规模化发展势头强劲，大中型企业占比不断提升，相较于 2016 年，2022 年大型企业占比提升 2.6pct 至 5.8%，中型企业占比提升 1.8pct 至 50.6%。

图13. 2016-2022 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14. 2016-2022 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

2.2. 兽用化药：政策推动落后产能出清，行业集中度提升

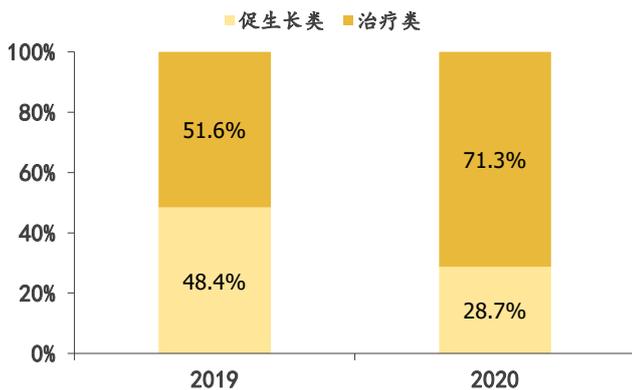
禁抗令出台，饲用抗生素用量减少，金霉素发展空间广阔。饲用抗生素主要指以低于常规治疗剂量混合入饲料中的兽用抗生素，由于具有预防传染病，促进动物生长与生产、提高饲料利用率的作用，因此在养殖端被广泛使用，从而导致食品端抗生素残留现象严重，最终危害人类健康。随着国民对食品安全的日益重视，我国从 2015 年开始颁布相关政策，整治抗生素滥用现象，并于 2019 年出台政策，禁止在饲料中添加促生长类抗生素。养殖端饲用抗生素已有明显减量，2020 年促生长类抗生素占比为 28.7%，同比-19.7pct，通过混饲途径给药的占比为 40.2%，同比-21.6pct。2019 年 12 月，农业农村部发布《中华人民共和国农业部公告第 246 号》，废止了 15 个仅有促生长用途的药物饲料添加剂等品种质量标准，注销了 558 个相关兽药产品批准文号，但并保留了金霉素在治疗方面使用，刺激金霉素市场需求向好。

表2：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、氨基甲酸、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。
2019/12/26	《中华人民共和国农业部公告 第 246 号》	废止 15 个仅有促生长用途的药物饲料添加剂等品种质量标准，注销 588 个相关兽药产品批准文号。金霉素产品批准文号由“兽药添字”变为“兽药字”，其他信息不变。
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

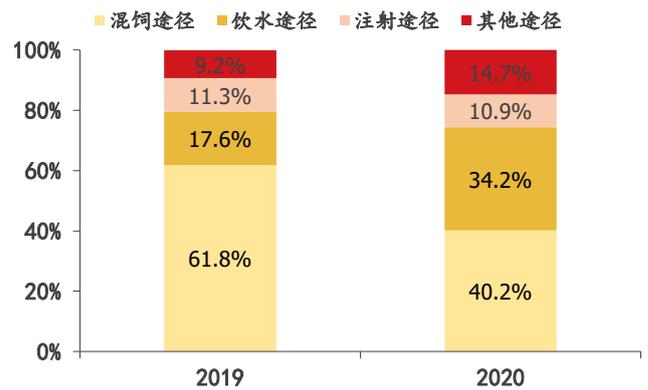
资料来源：农业农村部，国投证券研究中心

图15. 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16. 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

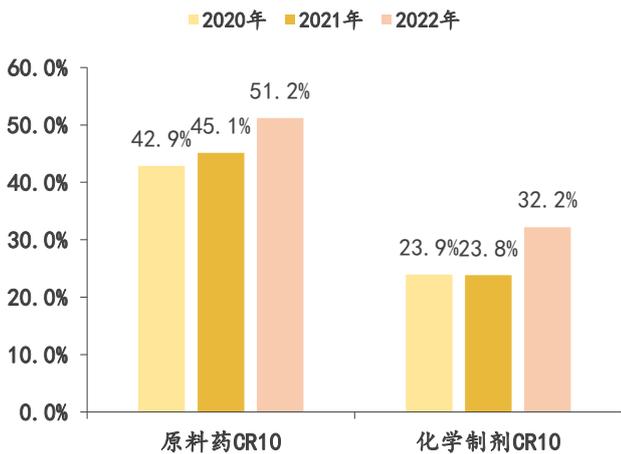
新版 GMP 出台后，小型企业加速出清，行业集中度提升。2020 年 4 月 21 日农业农村部发布《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》，对于兽药生产企业的厂房建设、人员素质、质量管理等提出了更严格的要求。文件指出，所有兽药生产企业均应在 2022 年 6 月 1 日前达到新版兽药 GMP 要求；新建兽药生产企业以及兽药生产企业改、扩建或迁址重建生产车间，均应符合新版兽药 GMP 要求。小型企业由于无法负担升级改造费用，面临淘汰的可能，头部大型企业的市场份额进一步提高。2022 年，大中型化药企业数量占比为 55.4%，同比减少 2.6pct。原料药方面：前 10 大企业 2022 年实现收入 88.6 亿元，同比+7.4%，对应 CR10 为 51.2%，同比+5.9pct。化药制剂方面：前 10 大企业 2022 年实现收入 91.2 亿元，同比+39.15%，对应 CR10 为 32.2%，同比+8.4pct。

表3: 《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。

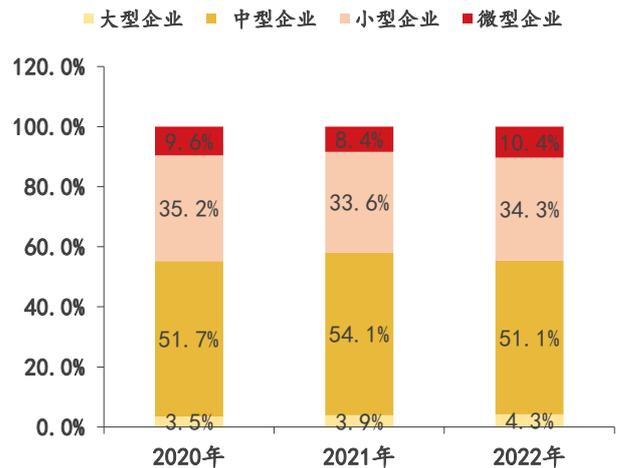
资料来源: 农业农村部官网, 国投证券研究中心

图17. 2021-2022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

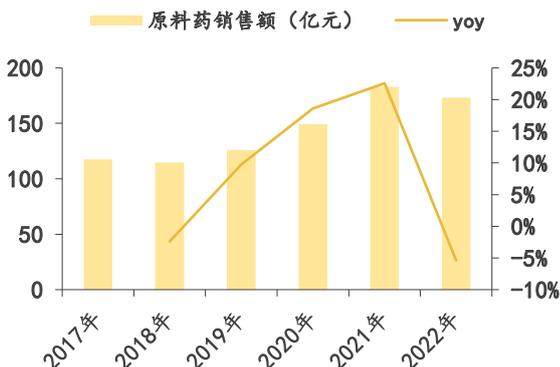
图18. 原料药&制剂企业CR10销售额占比



资料来源: 历年兽药产业发展报告, 国投证券研究中心

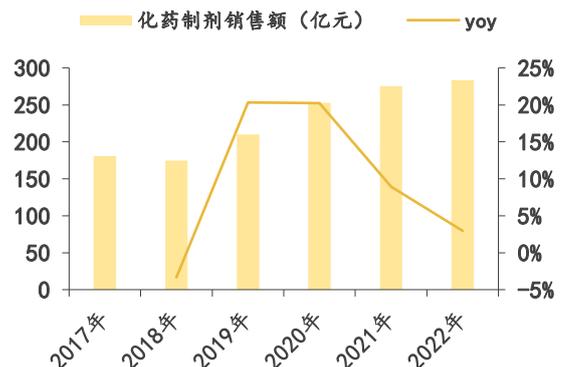
化药制剂保持增长, 原料药有所下滑。多政策影响下, 行业趋向规范化、规模化发展, 市场份额依旧保持增长, 2022年原料药销售额为173.02亿元, 同比-5.38%, 2022年化药制剂销售额为283.33亿元, 同比+2.96%。

图19. 2017-2022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20. 2017-2022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

2.3. 兽用生物制品：政策驱动市场化发展，激发行业竞争活力

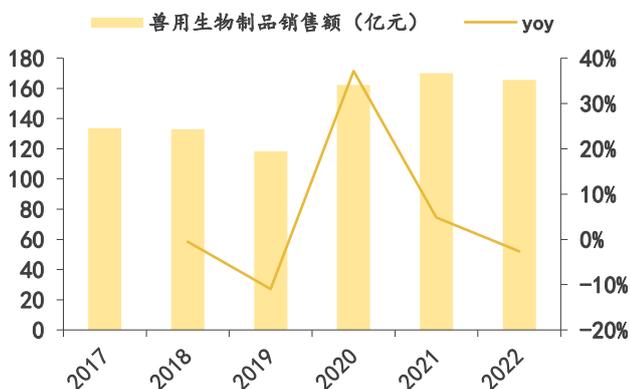
强免苗市场缩量明显，市场化程度提升。2015年9月，农业部首次提出“先打后补”政策；2021年2月提出在所有省份的规模养殖场户全面推行“先打后补”，并提出至2025年全面取消政采疫苗。2021年1月起生猪养殖端进入下行周期，疫苗消费热情有所下滑，2022年兽用生物制品销售额为165.67亿元，由增转降，同比-2.65%。由于2017年蓝耳及猪瘟退出强免，强免苗份额保持下行走势，2022年占比为30.8%，较2016年下降21.6 pct。

表4：“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。

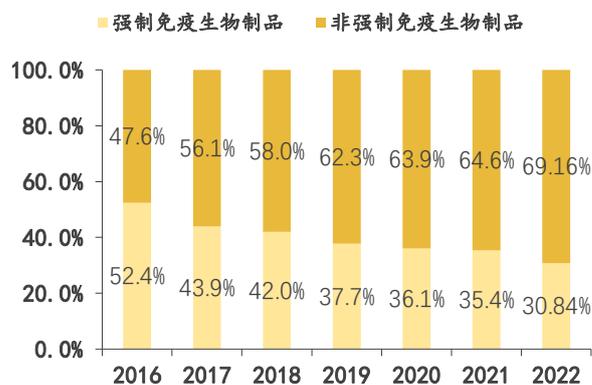
资料来源：农业农村部，国投证券研究中心

图21. 2017-2022年兽用生物制品销售额



资料来源：历年兽药产业发展报告，国投证券研究中心

图22. 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。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。

2.4. 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。

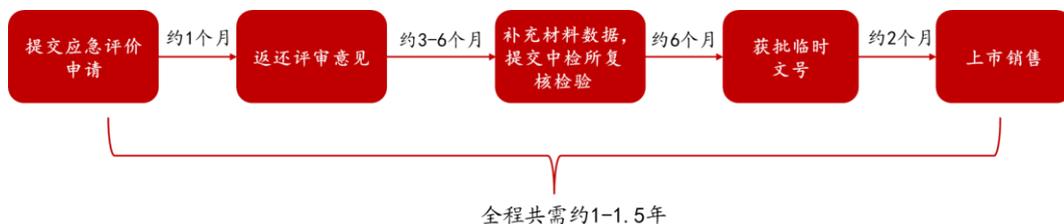
表5：目前进展较快的非瘟疫苗研发项目

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
金河生物	吉林百思万可生物科技有限公司	灭活疫苗	应急评价进行中

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

应急评审稳步推进，多家已收到。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，金河生物子公司吉林百思万可与国内知名企业合作研发的非洲猪瘟冻干灭活疫苗于 2023 年 5 月提交应急评价。

图23. 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 2025 年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6：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，农业农村部官网，国投证券研究中心

表7：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

3. 公司分析：“兽药+疫苗”双轮驱动，多元布局助力业务突破

3.1. 化药业务：金霉素业务全球布局，市场回暖再起航

3.1.1. 深耕金霉素成就卓越兽药工艺，产品矩阵丰富满足不同需求

深耕金霉素三十余年，工艺技术领先。公司化药产品以“牧星”牌为核心，涵盖金霉素预混剂、盐酸金霉素、强力霉素、盐霉素、土霉素等多个品类，其中金霉素预混剂为公司核心产品。公司三十多年来一直专注于生产、研发金霉素产品，积累了大量的数据资料与生产经验，从而形成了先进的生产工艺和技术，建立了符合国际规范的技术开发、生产工艺标准。

图24. 公司兽用化药产品系列



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

产品矩阵丰富满足下游客户不同需求。目前公司强力霉素、盐酸金霉素产品均已上市，丰富了金霉素系列产品矩阵。对比传统的金霉素预混剂，强力霉素使用方法、价格上更优，同时强力霉素更适用于幼畜与宠物，但休药期较长。盐酸金霉素可溶性粉则在使用方式、适口性、适用动物种类、吸收利用率上都优于金霉素预混剂。三种产品不同的适用动物、使用方式、休药期可以更好地满足下游客户不同的需求。此外还有替米考星、氟苯尼考、阿莫西林、阿苯达唑伊维菌素、复方磺胺间甲氧嘧啶等产品，共同构成了公司化药产品矩阵。

表8: 金霉素、强力霉素、盐酸金霉素特性对比

特性	金霉素	强力霉素	盐酸金霉素
产品类型	处方药	处方药	非处方药
使用方法	只可拌料使用	畜禽混饮，水产拌料	可拌料也可混饮
适口性	发酵未提纯产品。适口性差	臭、味苦，需添加辅料调节	主要载体为葡萄糖，适口性好
吸收利用率	/	/	20%盐酸金霉素可溶性粉吸收利用率是 20%金霉素预混剂的4倍以上
休药期	7天	28天	7天

资料来源：饲料工业信息网，执业兽医网，兽药法苑公众号等公开资料整理，国投证券研究中心

3.1.2. 销售网络覆盖全球，市场回暖未来可期

化药销售市场以国外为主，国内为辅。国外：公司目前建立了辐射美国、加拿大、墨西哥、南美、欧洲、东南亚、印度、越南等国家和地区的销售网络，每年有 70% 的饲用金霉素销往海外，其中美国由于养殖业的集约化程度较高，对金霉素制品有着巨大的需求，目前已成为公司海外核心市场，2023 年公司出口美国的金霉素收入约占金霉素总营收的 35% 左右。2023 年公司第八次通过美国 FDA 的质量验收，FDA 认证公司在生产质量管理和设备设施等方面符合 cGMP 要求，具备持续为美国 and 全球市场提供商业化原料药的资质，为公司进一步拓展美国原料药市场提供了新的契机，并对拓展全球原料药市场带来积极作用。

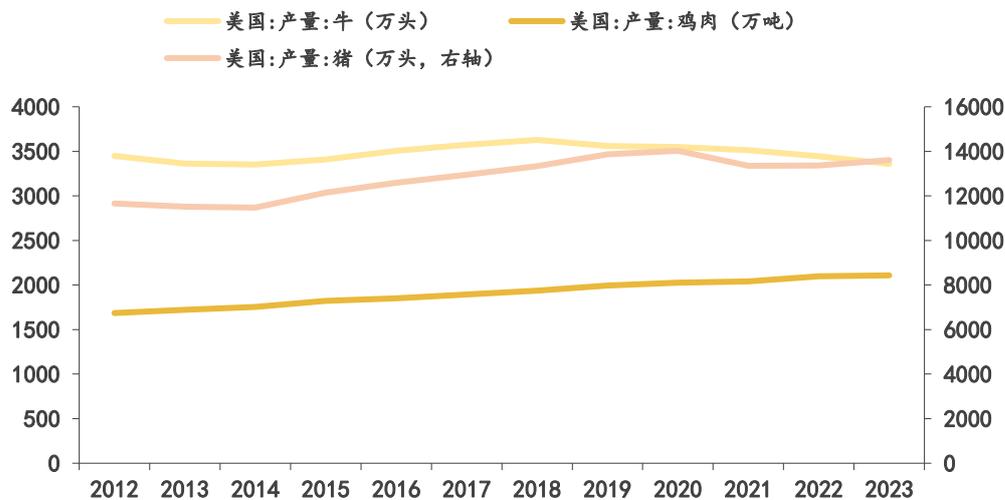
图25. 公司全球销售网络图



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

国外金霉素市场逐步回暖，未来仍有较大空间。国外市场增量逻辑：（1）美国抗生素市场回暖：受美国《兽药饲料指令》（VFD）实施影响，2017 年美国医用重要抗生素（MIA）在养殖业的销售量大幅下降至 5296 吨，同比-34%。但自 2018 年以来，MIA 销售量稳步上升，2022 年销售量回暖至 6200 吨，以金霉素为代表的四环素类抗生素占 MIA 销售量的 65%，美国的金霉素市场正在逐步回暖。（2）畜禽产量稳中增进：据 FDA 数据显示，2022 年猪中 MIA 销售量占全部销售量 43%，牛为 41%，火鸡+鸡为 14%。自 2012 年以来，美国牛羊产量稳定，鸡肉产量逐年提升，畜禽产量的提升有望带动金霉素市场空间增长。（3）金霉素零关税带动利润增长：2022 年，美国对金霉素征收关税，增加了公司成本。2023 年 8 月 31 日，美国子公司申诉成功，美国海关和边境保护局裁定相关产品为免税产品，实行零关税，助力公司相关产品利润提升，同时此前缴纳的 700 多万美元关税将作为应收款项等待退回。

图26. 美国畜禽产量（猪为右轴，牛和鸡肉为左轴）



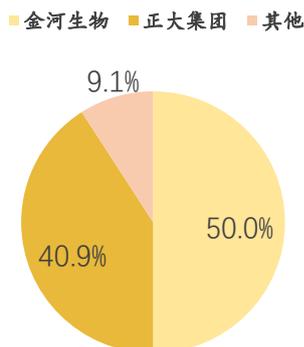
资料来源: wind, 国投证券研究中心

国内方面: 公司采取“直销+经销+政府采购”销售模式, 通过一体化服务捆绑终端养殖场大客户, 通过经销商实现渠道下沉拓宽中小客户市场。目前, 公司国内营销中心已在全国设立六个大区, 大区下辖十几个分属区域, 形成了覆盖全国的销售网络。**国内市场增量逻辑:** (1) **替代被废止竞品市场:** 禁抗后, 多种抗生素(如土霉素、黄霉素、恩拉霉素等)被全面禁用, 金霉素作为为数不多未被禁用于治疗用的抗生素, 由于其在控制动物的慢呼吸道和肠道疾病方面效果突出, 受到养殖端青睐。目前中小猪场已经普遍使用, 大型猪场也在不断解决给药技术问题, 逐步增加使用量。长期来看, 金霉素渗透率有望提升, 成为治疗猪病的主流抗生素。(2) **潜在市场空间巨大:** 除猪外, 金霉素在反刍动物使用中有巨大增量空间。目前金霉素在我国目前仅使用于猪, 公司正在积极申报金霉素增加牛羊靶向动物, 预计 2024 年或 2025 年获得批准, 获准后将为金霉素带来巨大增长空间。

3.1.3. 金霉素产能规模优势突出, 助力化药业务腾飞

公司金霉素产能规模优势突出, 占据全球 50% 产能。 全球金霉素市场呈现双寡头竞争格局, 公司和正大国际占据九成市场份额, 2021 年公司金霉素产能占全球产能 50.0%, 正大企业金霉素产能占全球产能 40.9%。2023 年, 公司金霉素综合产能 5.5 万吨/年, 公司六期工程项目将在 2024 年投产, 投产后预期化药产能增加 6 万吨/年, 其中金霉素产能增加 5.2 万吨/年, 盐酸金霉素产能增加 1000 吨/年, 强力霉素产能增加 1000 吨/年(已投产), 届时公司化药产能将实现翻倍, 进一步巩固行业地位。

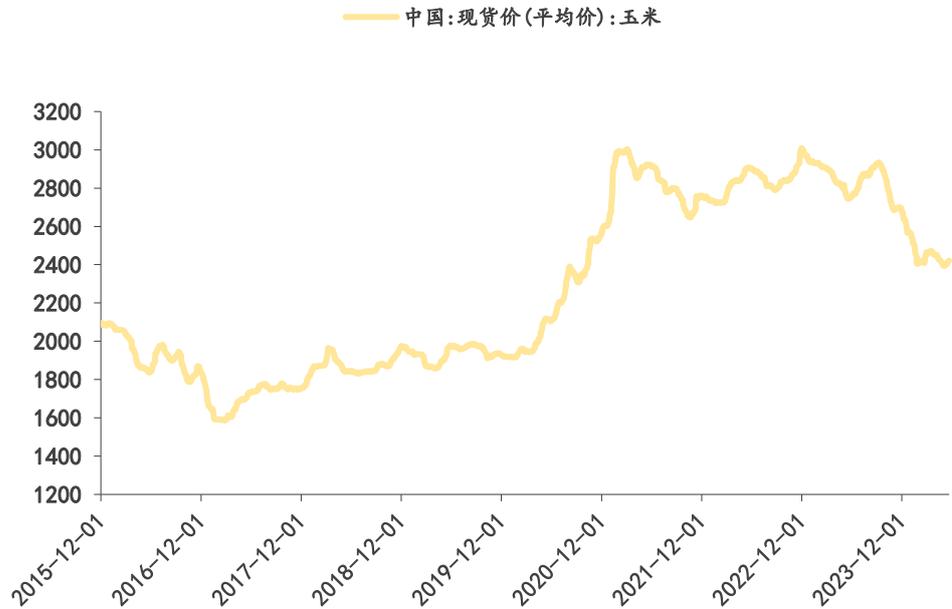
图27. 全球金霉素产能分布占比图 (2021)



资料来源: 中国产业信息, 智研咨询, 国投证券研究中心

毗邻玉米产区，原料成本较低。公司化药的原材料主要包括玉米、豆粕等，而原材料在成本的比重中占比超 50%。公司的生产工厂位于内蒙古呼和浩特托克托县，靠近玉米主产区，玉米价格相对较低。自 2023 年 9 月，在玉米增产丰收、替代谷物充足、进口不减以及需求偏弱的情况下，玉米价格出现了震荡下跌的走势，原料成本有望继续降低。截至 2024 年 5 月 21 日，玉米现货价为 2421.18 元/吨，较 2023 年 9 月高点 2893.10 元/吨下降 16.31%。

图28. 国内玉米价格走低（单位：元/公斤）

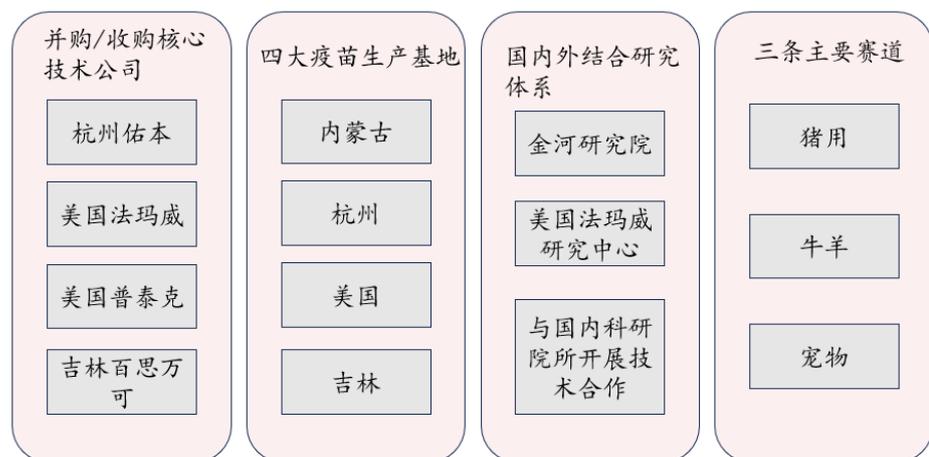


资料来源: wind, 国投证券研究中心

3.2. 疫苗业务：猪苗业务疫苗快速起航，布病疫苗行业领先

依托自身优势，外延并购进军疫苗业务。自 2016 年起，公司先后并购了杭州佑本、美国法玛威、美国普泰克和吉林百思万可，掌握核心技术资源并形成了内蒙古、杭州、美国、吉林四个疫苗生产基地，建立以金河研究院和美国法玛威研发中心为主体的研发体系，同时与国内科研院所及知名公司开展技术合作。公司自主研发和技术引进并举，产研相结合，深耕猪、牛羊、宠物三条赛道。

图29. 公司疫苗战略布局



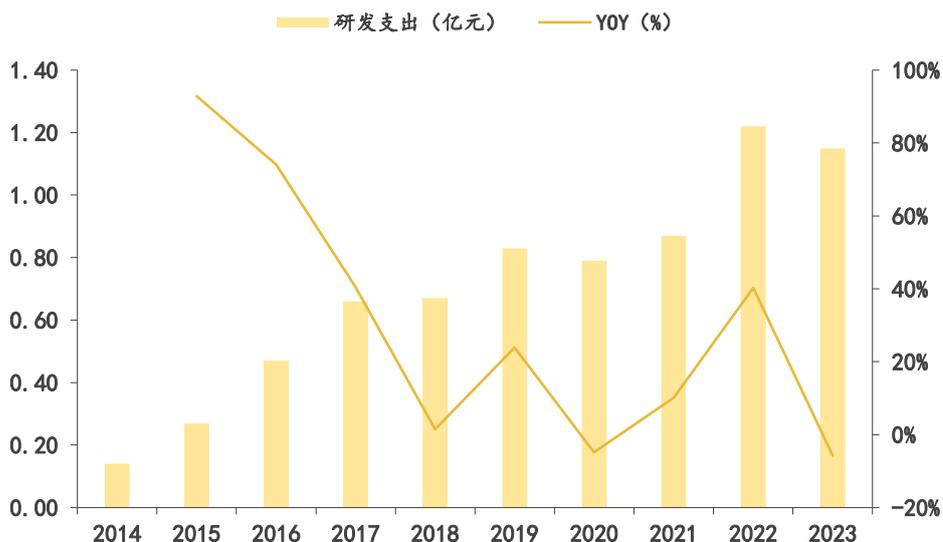
资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

布局生猪、反刍、宠物板块，产品矩阵逐步完善。公司兽用疫苗产品矩阵主要包括：

- **猪用疫苗**：主要有猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗(CH-1a 株)、猪繁殖与呼吸综合征嵌合病毒活疫苗(PC 株)、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗(ZJ/C 株)、猪瘟活疫苗(传代细胞源)、猪瘟耐热保护剂活疫苗(细胞源)、猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗(SD/L 株+LW/L 株)、猪细小病毒灭活疫苗(NJ 株)、猪支原体肺炎复合佐剂灭活疫苗(P 株)、猪支原体肺炎灭活疫苗(P 株)、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 P 株+P 株)、猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联灭活疫苗(WH-1 株+AJ1102 株)、猪丹毒灭活疫苗、伪狂犬病活疫苗(Bartha-K61 株)
- **反刍疫苗**：布鲁氏菌病活疫苗(BA0711 株)、牛结节性皮肤病灭活疫苗(NMG 株)；
- **宠物疫苗**：狂犬病灭活疫苗(PVBHK-21 株)；
- **其他**：兽用相关诊断试剂配套技术服务。

蓄力长期发展，研发铸造壁垒。公司致力于研发打造极具竞争力的产品管线，2023 年公司研发支出 1.15 亿元，同比略降 5.74%，2014-2023 年研发支出 CAGR 为 26.36%。目前公司共有多个产品在研或正处于申报阶段中，其中进度靠前的有：猪圆环病毒 2 型灭活疫苗(ZJ/C 株)已获得产品批准文号；猪流感二价灭活疫苗(鸡胚培养工艺)、口蹄疫合成肽疫苗已取得新兽药注册证书；猪蓝耳灭活疫苗(DJY 株)、猪乙型脑炎病灭活疫苗处于新兽药注册阶段。

图30. 2014-2023 年公司研发投入



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

表9：公司在研兽用疫苗产品

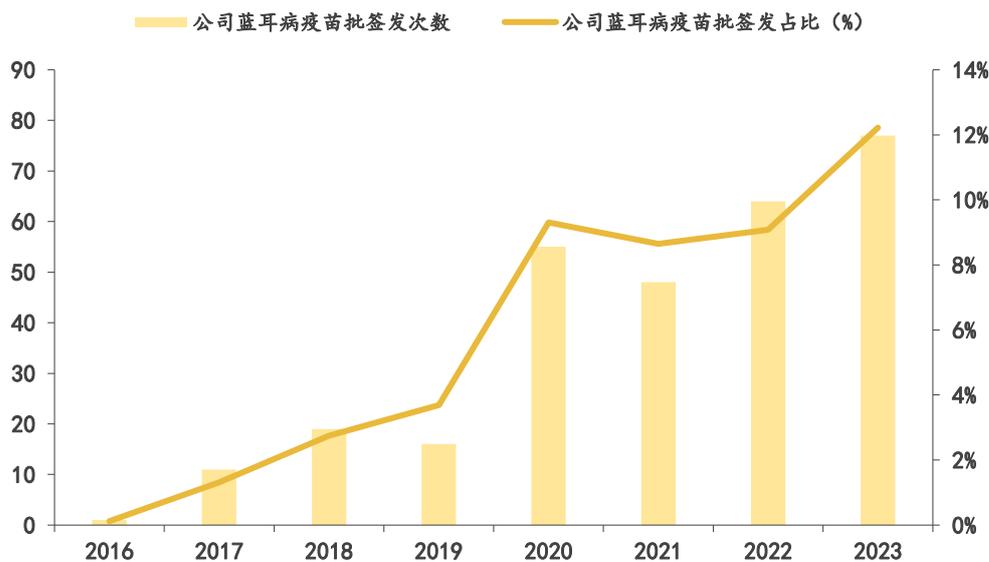
主要兽用疫苗产品	进展情况
猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 株)	已获得产品批准文号
猪流感二价灭活疫苗 (鸡胚培养工艺)	已获得新兽药证书
口蹄疫合成肽疫苗	已获得新兽药证书
猪蓝耳灭活疫苗 (DJY 株)	新兽药注册阶段
猪乙型脑炎病灭活疫苗	新兽药注册阶段
牛结节性皮肤病灭活疫苗	已通过应急评价
猪伪狂犬病毒 2 型 gE/TK 基因缺失灭活疫苗	应急评价中
猪流行性腹泻病毒亚单位疫苗 (S 蛋白)	处于临床前研究阶段
猪瘟 E2 基因工程亚单位疫苗	实验室研究阶段

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

3.2.1. 猪用疫苗：蓝耳灭活疫苗市占第一，战略布局非瘟疫苗

深耕蓝耳疫苗领域，灭活苗市占率全国第一。公司不断深耕蓝耳病疫苗领域，先后推出蓝耳活疫苗（ZJ/C 株）、蓝耳灭活疫苗（PC 株）、蓝耳嵌合疫苗（CH-1a 株）。目前，猪企 Top100 中有近 70 家企业使用公司产品，市占率稳步提升。2023 年，蓝耳疫苗批签发数量共计 4.2 亿头份。其中，经典株共计 2.98 亿头份占比 72%。灭活苗数量逐年上升，2023 年蓝耳灭活苗共计 1.13 亿头份，占整个市场比例达 27%，相较于 2022 年上升了 8pct。子公司杭州佑本以 3400 多万头份灭活苗批签发数量位居行业第一。

图31. 公司 2016-2023 年蓝耳疫苗批签发数量及占比



资料来源：国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

收购吉林百思万可，战略布局非瘟疫苗。2023 年 5 月，公司以 2.88 亿元收购吉林百思万可 60% 股权，标志着公司进军非瘟疫苗赛道。吉林百思万可与国内知名企业合作研发、联合申报了非洲猪瘟冻干灭活疫苗，目前处于农业农村部应急评价中。从疫苗实验结果来看，具有较高的保护性和较好的安全性。同时公司非洲猪瘟疫苗生产线规划产能 2 亿头份，现有产能 1 亿头份，并且可以实现产能快速提升，以适应未来巨大的市场需求。该生产线已于 2024 年 2 月通过 GMP 静态验收，并根据产品申请进度适时完成 GMP 动态验收。非洲猪瘟疫苗市场空间广阔，若未来顺利获批将为公司业绩带来显著提升。

3.2.2. 反当疫苗：划时代意义产品问世，布病疫苗市场格局有望重塑

布病疫苗市场产品类型多样，市场集中度较高。市场上存在多种不同类型的布病疫苗，包括布鲁氏菌病活疫苗（A19 - Δ VirB12 株、A19 株、S2 株、Rev. 1 株、M5 株）、布鲁氏菌基因缺失活疫苗（M5 - 90 Δ 26 株、BA0711 株）。2023 年 S2 株的批签发数量最多，占比 56.87%，A19 株次之，占比为 23.22%，但仅用该株仅用于牛。天康生物和金宇保灵两家公司拥有多款布病疫苗，且在批签发数量上占据较大比例，在市场中具有较强的竞争力和影响力。但是传统布病疫苗所用毒株均研制于上个世纪，为布病的防控做出过巨大贡献，但仍存在三大局限：有安全风险、不能全群免疫、疫苗株与野毒鉴别难，无法完全满足当前形势下的布病防控需求。

表10：2023 年布病疫苗批签发占比

布病疫苗	批签发数量	占比	生产厂商
A19 - Δ VirB12 株	5	2.37%	天康生物
A19 株	49	23.22%	天康生物、齐鲁动保、重庆澳龙生物、金宇保灵、哈药集团
S2 株	120	56.87%	天康生物、金宇保灵、哈尔滨维科生物、齐鲁动保、重庆澳龙生物
M5 - 90 Δ 26 株	24	11.37%	金宇保灵、哈尔滨维科生物
BA0711 株	5	2.37%	金河佑本
Rev. 1 株	1	0.47%	金宇保灵
M5 株	7	3.32%	天康生物

资料来源：国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

表11：2023 年各公司布病疫苗批签发情况

公司	生产品种	批签发总数	占比
天康生物	A19 株、A19 - Δ VirB12 株、S2 株、M5 株	70	33.18%
金宇保灵	S2 株、A19 株、M5 - 90 Δ 26 株、Rev. 1 株	48	22.75%
重庆澳龙	S2 株、A19 株	41	19.43%
哈尔滨维科生物	S2 株、A19 株、M5 - 90 Δ 26 株	26	12.32%
齐鲁动保	S2 株、A19 株	18	8.53%
金河佑本	BA0711 株	5	2.37%
哈药集团	A19 株	3	1.42%

资料来源：国家兽药基础数据库，国投证券研究中心

十年磨一剑，新款布病疫苗有望成为新一代大单品。2014 年中国农业大学吴清民教授发现了冷休克蛋白 A (cspA) 在布鲁氏菌的应激适应和毒力中起重要作用，基于这一发现吴教授团队构建了布病疫苗佑布泰®的原型。2018 年 1 月公司获得农业部颁发的临床试验批件。2023 年 9 月 2 日获得新兽药证书，2023 年 11 月 1 日公司正式获得布鲁氏菌基因缺失活疫苗 (BA0711 株) 生产批文。

该疫苗通过基因缺失技术路径，具有“**孕畜可用、生物安全性高、牛羊通用、检测净化**”等特点，完美解决了传统布病疫苗的局限性，是首款符合世界卫生组织理想标准的动物布病疫苗。**孕畜可用和全群免疫：**传统疫苗无法用于孕畜，有流产风险实验。数据表明，对妊娠的奶牛、绵羊、山羊皮下接种佑布泰®，不论是单剂量还是单剂量重复组其流产率均为 0，而对照组 S2 株、A19 流产率单剂量免疫条件下分别为 12.5%、40%。这说明对于牧场牛群可以做到一次性全群免疫，从而一次性做到全群净化，不再存在未免孕畜导致的感染可能性，可大大减少全群净化工作量。**生物安全性高，对人安全：**布病为人畜共患病，养殖场工作人员为高危易感人群，公司产品已通过实验证明对人的安全性；**牛羊通用：**解决了部分疫苗只适用于单种动物的弊端，注射佑布泰®免疫后 12 个月、15 个月以 NI 株攻毒，对牛保护率达 80%，对绵羊、山羊保护率均可达 87.5%，且经过大规模临床实验数据验证；**检测净化：**已建立鉴别诊断方法，免疫 30 天后即可有效区分佑布泰®免疫与自然感染，可以满足布病流行病学监测、净化群建立和无疫区建设的需求。

布病疫苗市场具有 2 种增量逻辑，产品单价提升逻辑和销量增长逻辑，其中产品单价提升是其市场空间增长的主要逻辑。布病疫苗增长逻辑之一：**产品更新迭代，单价提升创造增量空间。**根据中国兽药信息网，1958 年-1969 年我国成功开发布病活疫苗 (S2 株)，并成为我国布病防控过程中应用最为广泛的疫苗，1960 年国家引进 A19 疫苗株，并成功开发布病活疫苗 (A19 株)。金宇保灵、中牧实业、天康生物、重庆澳龙先后于 2016 年 2 月、2016 年 7 月、2016 年 7 月、2016 年 8 月获得布氏菌病活疫苗 (S2 株) 生产批号，中牧实业、天康生物、重庆澳龙、金宇保灵先后于 2016 年 6 月、2016 年 6 月、2016 年 6 月、2016 年 9 月获得布氏菌病活疫苗 (A19 株) 生产批号。此后金宇保灵于 2022 年 4 月获得基因缺失活疫苗 (M5 - 90 Δ 26 株) 批准文号，公司子公司金河佑本于 2023 年 11 月获得基因缺失活疫苗 (BA0711 株) 批准

文号。随布病疫苗产品不断更新迭代，产品性能较前代产品也有所提升，同时新产品上市后单价均有不同程度的上涨。目前公司产品性能拥有领先地位，享受较高产品溢价，若后续市占率稳步提升，有望成为布病疫苗市场龙头。

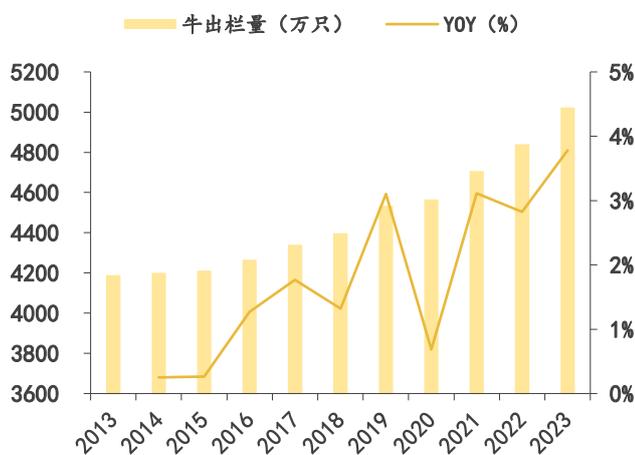
表12: 各类布病疫苗适用品种及价格对比

布鲁氏菌病活疫苗品种	适用动物	单价 (元/头份)	所需头份	注射次数/年	免疫费用 (元/头/年)	生产公司
S2 株	牛	0.44	5	1	2.2	重庆澳龙
	羊	0.44	1	1	0.4	重庆澳龙
A19 株	牛	15	1	1	15	重庆澳龙
M5-90△26 株	牛	1.14	25	1	28.5	金宇保灵
	羊	1.14	1	1	1.14	金宇保灵
BA0711 株	牛	8	10	1	80	金河佑本
	绵羊	8	1.5	1	12	金河佑本
	山羊	8	1	1	8	金河佑本

资料来源: 淘宝网, 中国兽药信息网, 农业农村部, 国投证券研究中心

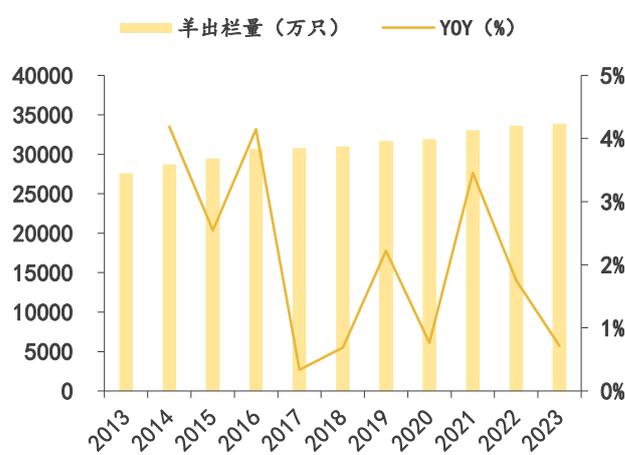
布病疫苗增长逻辑之二: 牛羊养殖量稳步增长, 规模化程度尚待提升。随着国民收入水平的提升, 对于牛羊肉及其皮毛制品的需求也逐步增长, 带动牛羊养殖业发展。2023 年我国出栏牛 5023 万头, 同比+3.78%, 2013-2023 年 CAGR 为 1.83%; 出栏羊 3.38 亿头, 同比+0.71%, 2013-2023 年 CAGR 为 2.07%。牛羊养殖量稳步提升, 但养殖规模化程度相比生猪, 仍有待提升, 布病疫苗潜在需求增量空间广阔。

图32. 牛出栏数量及增长率



资料来源: iFinD, 国投证券研究中心

图33. 羊出栏数量及增长率



资料来源: iFinD, 国投证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

- **兽用化学药品：**公司金霉素产能充足，国外国内市场回暖有望，预计随生猪养殖端回暖，公司化药主业业绩复苏。预计 2024-2026 年兽用化药业务实现收入 11.4/12.4/13.3 亿元，同比增速 12.0%/9.0%/7.0%，毛利率 34.5%/34.8%/35.2%。
- **兽用生物制品：**公司疫苗业务处于上升阶段，产品矩阵持续扩充，猪苗品种陆续完善，明星产品布病疫苗佑布泰®已经获批，有望改变布病现有市场格局，公司疫苗业务增长空间充足。预计 2024-2026 年兽用生物制品业务实现收入 4.0/4.6/5.2 亿元，同比增速 20.0%/15.0%/12.0%，毛利率 65.0%/66.0%/66.2%。
- **农产品加工：**该业务为化药板块配套业务，富余部分对外销售，因此预计业绩增速较为稳定。预计 2024-2026 年农产品加工业务实现收入 6.4/6.8/7.1 亿元，同比增速 5.0%/5.0%/5.0%，毛利率 6.0%/6.0%/6.0%。
- **环保业务：**主要为公司自身及临近企业服务，业务较为稳定，预计 2024-2026 年环保业务实现收入 1.4/1.4/1.5 亿元，同比增速 5.0%/4.0%/3.0%，毛利率 45.0%/45.0%/45.0%。

综上，预计 2024-2026 年公司实现收入 23.3/25.3/27.1 亿元，同比增速 7.3%/8.5%/7.1%，毛利率 32.6%/33.5%/34.1%。

表13：公司业务拆分与预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,122.71	2,174.13	2,332.93	2,531.91	2,711.03
yoy	2.2%	2.4%	7.3%	8.5%	7.1%
毛利率	28.9%	29.6%	32.6%	33.5%	34.1%
兽用化学药品（百万元）	983.93	1,016.07	1,138.00	1,240.42	1,327.25
yoy	-7.7%	3.3%	12.0%	9.0%	7.0%
毛利率	28.1%	32.8%	34.5%	34.8%	35.2%
淀粉、副产品（百万元）	566.24	613.27	643.93	676.12	709.93
yoy	10.8%	8.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	9.4%	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%
兽用生物制品（百万元）	330.17	335.04	402.04	462.35	517.83
yoy	13.2%	1.5%	20.0%	15.0%	12.0%
毛利率	67.6%	62.7%	65.0%	66.0%	66.2%
污水处理（百万元）	107.58	128.94	135.39	140.81	145.03
yoy	25.1%	19.9%	5.0%	4.0%	3.0%
毛利率	47.4%	45.1%	45.0%	45.0%	45.0%
其他（百万元）	115.23	65.74	72.31	75.93	78.97
yoy	-42.9%	-42.9%	10.0%	5.0%	4.0%
毛利率	6.8%	5.1%	7.0%	7.0%	7.0%
药物饲料添加剂（百万元）	19.56	15.07	13.57	12.21	10.99
yoy	-39.4%	-22.9%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	11.7%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

目前生猪养殖端已有回暖迹象，养户使用药苗情绪有望形成支撑，预计公司整体盈利能力反弹回升，2024-2026 年实现净利润 1.4/1.8/2.2 亿元，同比增速 57.4%/30.8%/23.9%，对应的 EPS 为 0.17/0.23/0.28。公司化药业务持稳，布病疫苗领先行业，非洲猪瘟疫苗正处于应急评价中，若顺利上市，公司业绩将大幅扩容，故可享受一定估值溢价。选取业务结构相似的动保企业作为可比公司，参考 2024 年 wind 一致预期均值 22 倍 PE，给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应 6 个月目标价为 5.23 元，首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。

表14：可比动保公司估值水平

公司代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			总市值 (亿元)
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
688526.SH	科前生物	16.95	0.92	1.04	1.14	18.40	16.28	14.86	79.02
600195.SH	中牧股份	8.84	0.46	0.52	0.59	19.41	16.84	15.03	90.27
603566.SH	普莱柯	16.93	0.66	0.81	0.93	25.52	20.79	18.25	58.59
300119.SZ	瑞普生物	15.33	1.13	1.36	1.61	13.55	11.24	9.54	71.48
600201.SH	生物股份	9.25	0.33	0.40	0.44	28.13	22.98	21.21	103.63
平均 PE						21.00	17.63	15.78	
002688.SZ	金河生物	4.70	0.17	0.23	0.28	26.95	20.61	16.63	36.68

资料来源：wind（普莱柯及瑞普生物数据来源于wind一致预期，数据截至2024.05.30），其余公司盈利预测数据来源于国投证券研究中心

5. 风险提示

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,122.7	2,174.1	2,332.9	2,531.9	2,711.0	成长性					
减:营业成本	1,508.9	1,531.6	1,571.7	1,683.4	1,785.5	营业收入增长率	2.2%	2.4%	7.3%	8.5%	7.1%
营业税费	16.2	14.6	16.8	18.2	19.1	营业利润增长率	-13.2%	-13.6%	46.0%	37.3%	20.0%
销售费用	130.7	143.4	149.3	161.5	172.2	净利润增长率	-19.6%	14.4%	57.4%	30.8%	23.9%
管理费用	239.0	246.4	261.3	268.4	281.9	EBITDA 增长率	-18.1%	17.7%	54.9%	25.4%	16.4%
研发费用	82.3	74.0	74.7	78.5	84.0	EBIT 增长率	-40.8%	20.1%	83.6%	25.8%	13.7%
财务费用	7.2	48.0	89.3	94.9	94.7	NOPLAT 增长率	-27.0%	11.4%	67.1%	25.8%	13.7%
加:资产/信用减值损失	-31.8	-30.7	-14.8	-14.7	-20.1	投资资本增长率	13.3%	18.9%	4.9%	7.0%	-0.5%
公允价值变动收益	-	-	-0.3	0.1	0.1	净资产增长率	-10.1%	3.8%	7.3%	5.4%	6.0%
投资和汇兑收益	-3.9	-1.5	-1.8	-2.4	-1.9						
营业利润	121.2	104.7	152.9	209.9	251.8	利润率					
加:营业外净收支	-2.4	-3.2	-0.8	-2.1	-2.1	毛利率	28.9%	29.6%	32.6%	33.5%	34.1%
利润总额	118.8	101.5	152.1	207.8	249.7	营业利润率	5.7%	4.8%	6.6%	8.3%	9.3%
减:所得税	0.8	7.1	3.0	4.2	5.0	净利润率	3.6%	4.0%	5.8%	7.0%	8.1%
净利润	75.5	86.5	136.1	178.0	220.5	EBITDA/营业收入	12.2%	14.0%	20.2%	23.4%	25.4%
						EBIT/营业收入	5.2%	6.1%	10.4%	12.0%	12.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	188	221	241	270	287
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	151	152	139	130	122
货币资金	491.4	608.1	653.2	708.9	759.1	流动资产周转天数	288	313	296	277	269
交易性金融资产	-	0.5	0.2	0.2	0.3	应收账款周转天数	67	79	68	62	61
应收账款	421.6	527.5	351.8	524.3	393.4	存货周转天数	106	111	100	92	86
应收票据	51.5	72.7	52.8	69.3	42.4	总资产周转天数	727	825	843	812	788
预付账款	17.6	12.9	30.2	10.9	31.8	投资资本周转天数	540	613	636	621	599
存货	675.9	670.6	621.3	671.1	621.1						
其他流动资产	88.5	147.3	87.9	107.9	114.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.4%	3.8%	5.6%	7.0%	8.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	1.7%	2.7%	3.4%	4.1%
长期股权投资	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	ROIC	4.3%	4.2%	5.9%	7.1%	7.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,304.7	1,370.5	1,751.0	2,045.0	2,272.9	销售费用率	6.2%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%
在建工程	300.7	644.3	537.5	421.6	333.5	管理费用率	11.3%	11.3%	11.2%	10.6%	10.4%
无形资产	710.7	743.7	719.7	717.7	696.1	研发费用率	3.9%	3.4%	3.2%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	442.7	655.5	672.6	661.9	663.8	财务费用率	0.3%	2.2%	3.8%	3.7%	3.5%
资产总额	4,505.6	5,453.8	5,478.3	5,939.2	5,929.1	四费/营业收入	21.6%	23.5%	24.6%	23.8%	23.3%
短期债务	1,246.5	1,686.7	1,764.4	1,921.7	2,082.2	偿债能力					
应付账款	287.9	410.8	207.6	326.4	277.4	资产负债率	46.2%	53.9%	50.7%	52.1%	49.1%
应付票据	-	5.0	0.9	1.6	1.9	负债权益比	85.8%	116.7%	102.8%	108.7%	96.5%
其他流动负债	130.3	154.8	156.6	147.2	152.9	流动比率	1.05	0.90	0.84	0.87	0.78
长期借款	296.2	497.5	507.9	549.0	240.4	速动比率	0.64	0.61	0.55	0.59	0.53
其他非流动负债	119.5	182.3	139.7	147.2	156.4	利息保障倍数	15.18	2.75	2.71	3.21	3.66
负债总额	2,080.4	2,937.1	2,777.0	3,093.1	2,911.1	分红指标					
少数股东权益	203.6	269.9	282.8	308.4	332.7	DPS(元)	0.10	0.10	0.11	0.08	0.09
股本	780.4	780.4	780.4	780.4	780.4	分红比率	99.8%	88.1%	62.6%	33.0%	33.0%
留存收益	1,568.4	1,587.1	1,638.0	1,757.2	1,905.0	股息收益率	2.1%	2.1%	2.3%	1.6%	2.0%
股东权益	2,425.2	2,516.7	2,701.2	2,846.1	3,018.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
净利润	118.0	94.4	136.1	178.0	220.5	EPS(元)	0.10	0.11	0.17	0.23	0.28
加:折旧和摊销	151.3	174.5	229.8	287.4	342.9	BVPS(元)	2.85	2.88	3.10	3.25	3.44
资产减值准备	31.8	30.7	-	-	-	PE(X)	48.6	42.4	26.9	20.6	16.6
公允价值变动损失	-	-	-0.3	0.1	0.1	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4
财务费用	29.8	54.8	89.3	94.9	94.7	P/FCF	13.9	29.4	281.5	47.1	36.6
投资收益	3.9	-0.1	1.8	2.4	1.9	P/S	1.7	1.7	1.6	1.4	1.4
少数股东损益	42.5	8.0	12.9	25.6	24.2	EV/EBITDA	20.0	18.2	11.6	9.5	7.9
营运资金的变动	-171.1	-187.1	35.7	-107.3	138.0	CAGR(%)	19.9%	37.4%	6.9%	19.9%	37.4%
经营活动产生现金流量	124.5	198.8	505.4	481.0	822.2	PEG	2.4	1.1	3.9	1.0	0.4
投资活动产生现金流量	-386.8	-534.2	-481.0	-466.4	-463.5	ROIC/WACC	0.5	0.5	0.7	0.9	0.9
融资活动产生现金流量	150.4	413.1	20.7	41.1	-308.6	REP	2.9	2.7	1.8	1.4	1.3

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： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

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