

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
主营业务收入	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

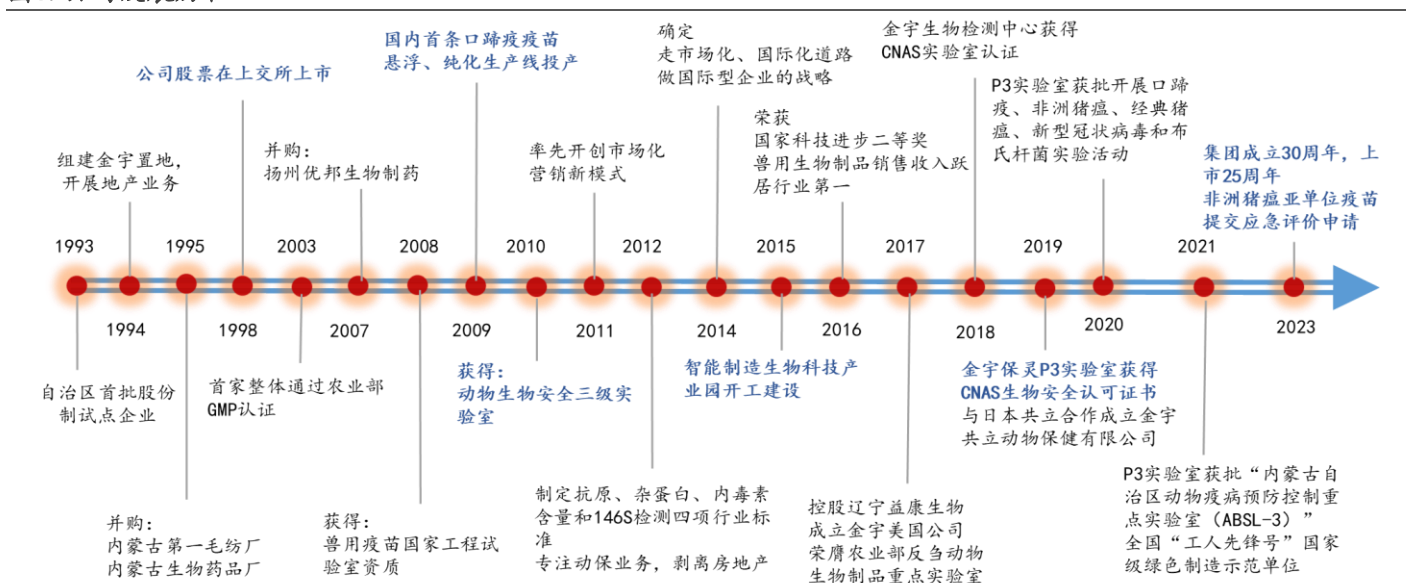
表 15: 公司牛病毒性腹泻疫苗批签发数据	21
表 16: 公司圆环疫苗批签发情况	21
表 17: 公司新流法三联灭活疫苗批签发	23
表 18: 三代疫苗的技术特点	25
表 19: 公司 2022-2023 年获得突破性进展的产品	26
表 20: 公司多联苗产品研究进展	27
表 21: 公司宠物系列产品研发进展	27
表 22: 公司业绩预测	30
表 23: 可比公司估值水平	31

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。

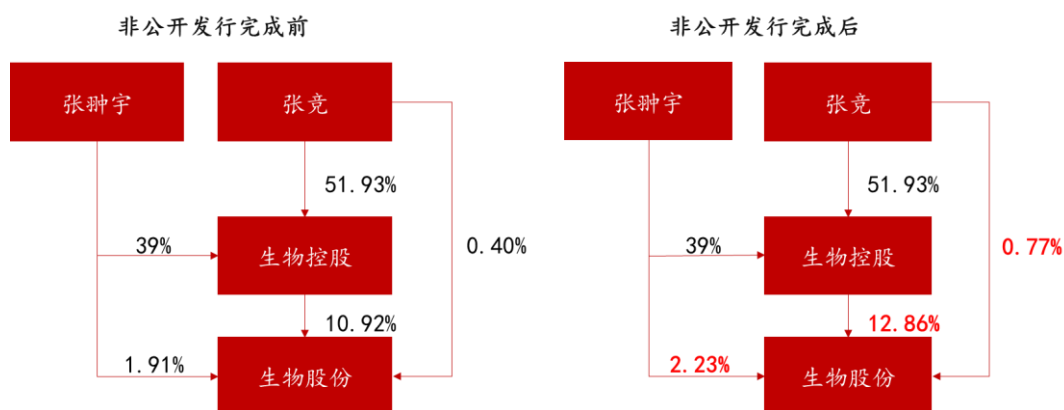
公司产品主要分为 5 类：猪用疫苗、禽用疫苗、反刍动物疫苗、宠物疫苗和诊断试剂。

- **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

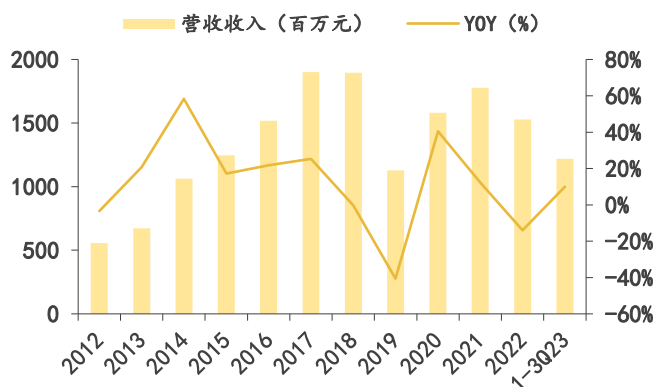
1.3. 财务表现：下游养殖业表现低迷，盈利水平有待回暖

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%；

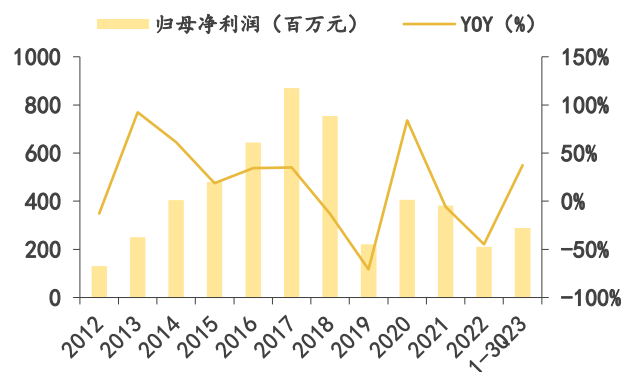
- **2020-2022 年：**非洲猪瘟疫后补栏开始，营收回升，但随着各家友商的生产线逐步落地，口苗产品同质化严重，价格战日趋激烈。公司降价加入竞争，抢夺市场，导致业绩有所下滑。

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

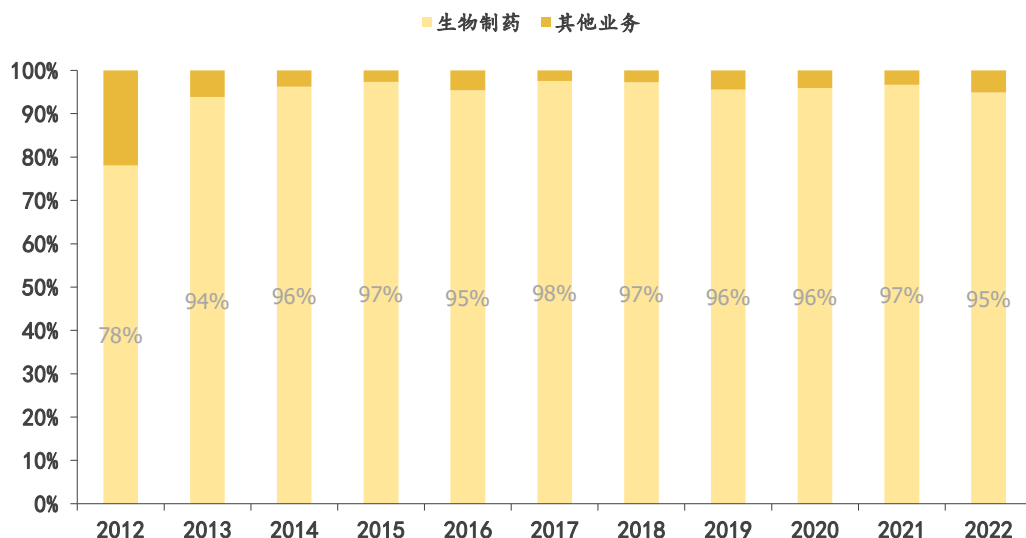
图5. 公司归母净利润随周期波动趋势明显



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%。

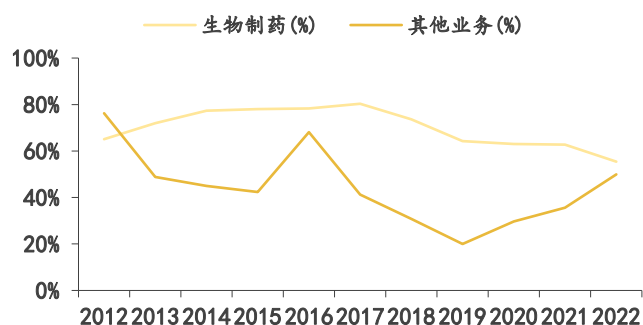
图6. 公司各项业务占比（单位：%）



资料来源：ifind，国投证券研究中心

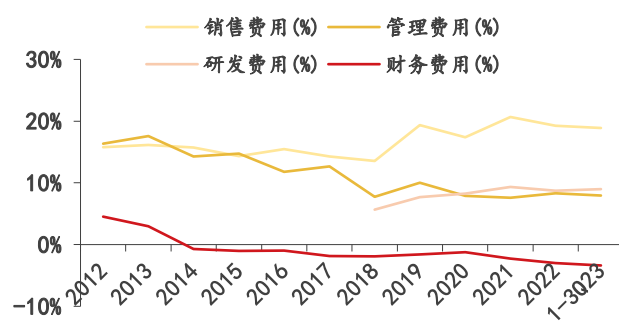
毛利率趋稳，费用端稳中向好。毛利率方面：自 2018 年非瘟发生后，公司生物制药毛利率骤降至 62%-64% 左右。随着同行口蹄疫疫苗品质提升，公司产品溢价能力减退，公司被迫卷入口苗价格战，叠加 2022 年 H1 下游生猪养殖行情低迷影响，2022 年生物制药毛利率继续下降 7.4pct 至 55.4%。费用方面：公司 2023 年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.91%/7.93%/8.96%/-3.38%，同比分别+1.49/+0.64/+0.97/-0.14 pct。

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：%）



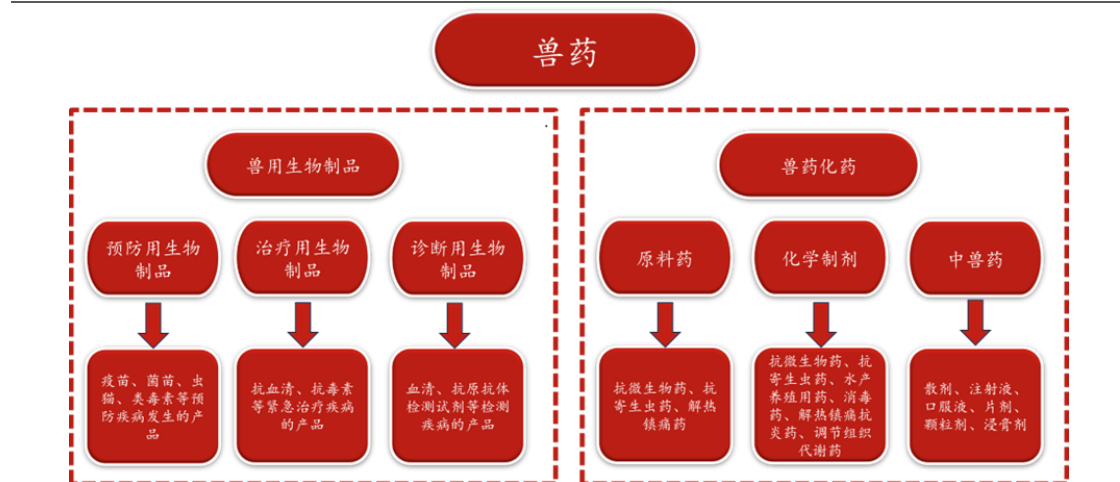
资料来源：ifind，国投证券研究中心

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。

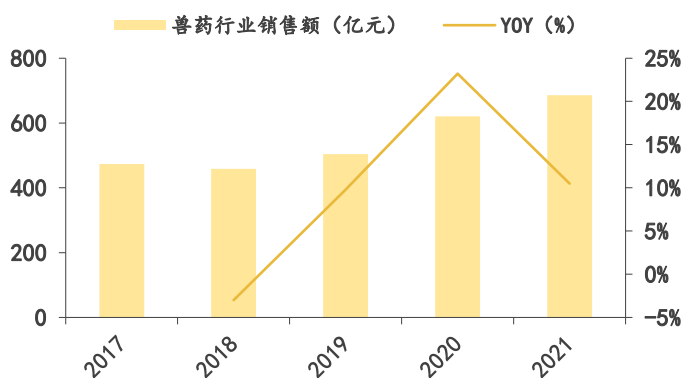
图9. 兽药产品分类



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

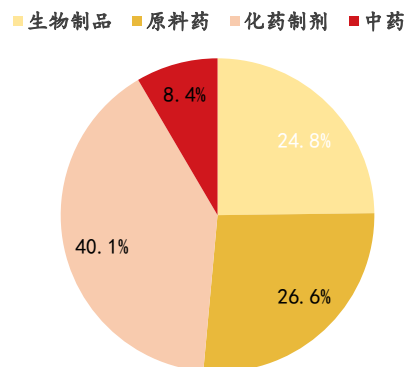
市场规模保持高增，化药占比突出。2021年我国兽药产业销售额为686.18亿元，同比+10.50%，2017-2021年兽药产业销售额CAGR为9.74%。分产品来看，2021年原料药和化药制剂的销售额占比为66.7%，生物制品占比为24.8%，化药产品贡献了大部分的市场份额。

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

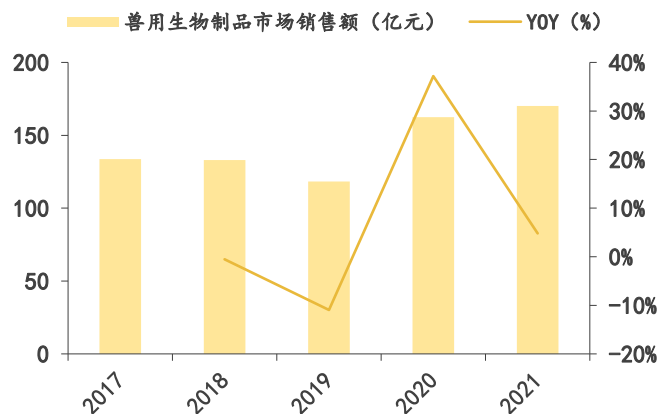
强免苗市场缩量明显，市场化程度提升。2015 年 9 月，农业部首次提出“先打后补”政策；2021 年 2 月提出在所有省份的规模养殖场户全面推行“先打后补”，并提出至 2025 年全面取消政采苗。2021 年 1 月起生猪养殖端进入下行周期，疫苗消费热情有所下滑，2021 年兽用生物制品销售额为 170.18 亿元，增速减缓，同比+4.82%。由于 2017 年蓝耳及猪瘟退出强免，强免苗份额保持下行走势，2021 年占比为 35.4%，较 2016 年下降 17.0 pct。

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 年实现试点地区规模养殖场全覆盖“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。

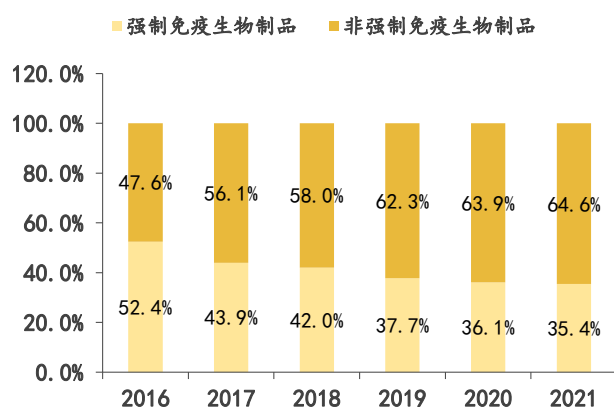
资料来源：农业农村部，国投证券研究中心

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

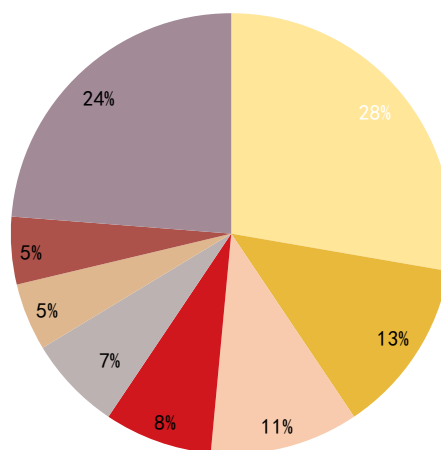
强免疫苗转向市场化，激活行业竞争活力。政采苗价格较低，养殖户为完成强制免疫任务，往往选购政采苗。整体政采市场空间稳定，导致部分企业较为依赖政采市场。“2025 年逐步全面取消政采”相关政策公布后，各企业纷纷转向市场苗，激活行业竞争活力，促进企业加码研发端，推出高质量产品，研发能力成为企业核心竞争力；同时原有销售格局被打破，渠道建设水平成为新形势下动保企业的重要看点。

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

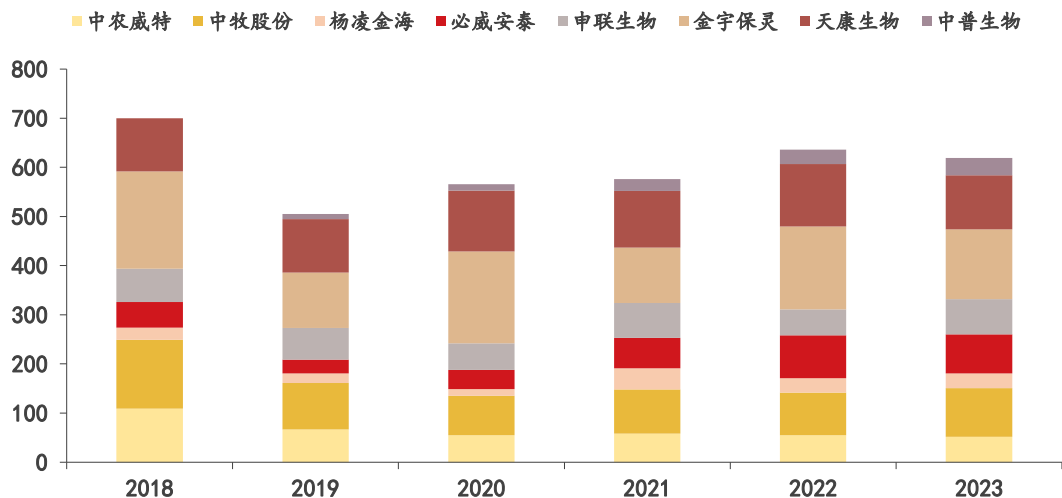
■ 口蹄疫 ■ 禽流感 ■ 猪圆环 ■ 猪伪狂犬 ■ 小反刍兽疫 ■ 蓝耳 ■ 猪瘟 ■ 其他



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

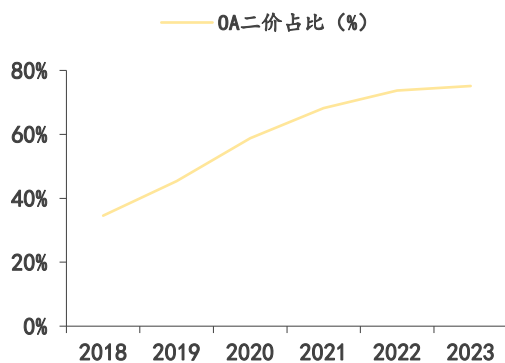
市场规模（亿元）	目前		2025 年后	
	市场苗	招采苗	市场苗	招采苗
占比	40%	60%	100%	0%
价格（元/毫升）	1	0.5	1	—
市场规模（亿元）	10.99	8.24	27.48	—
合计市场规模（亿元）	19.24		27.48	

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）》，指出对所有反刍动物进行 O 型和 A 型口蹄疫免疫；对所有猪进行 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-O/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。

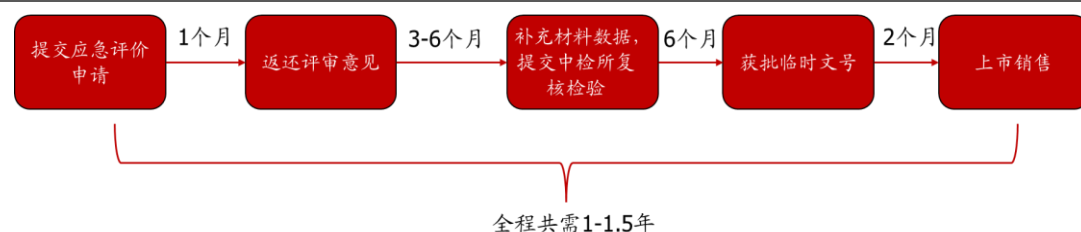
表7: 目前进展较快的非瘟疫苗研发项目

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

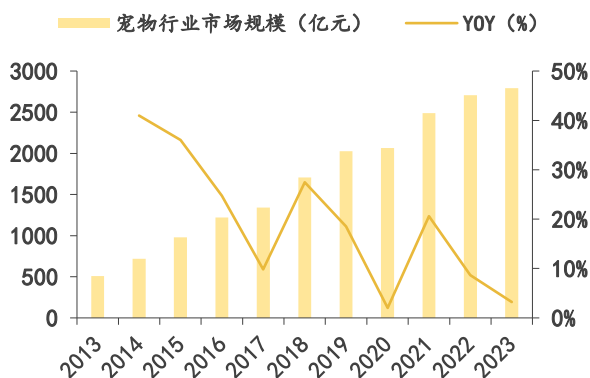
市场渗透率 (%)	疫苗单价 (元/支)		
	20	17.5	15
30%	91	80	68
50%	152	133	114
80%	243	213	182

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

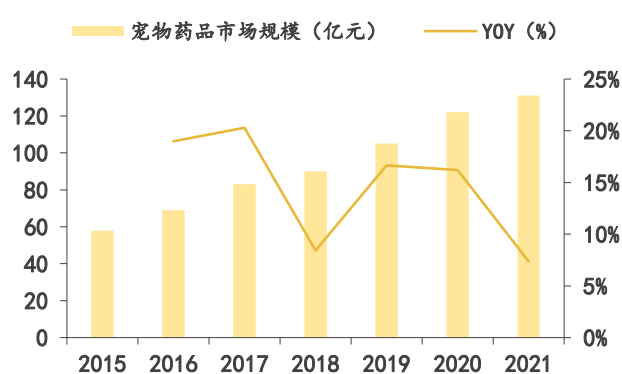
宠物市场规模持续扩容，宠物动保仍处于成长期。我国宠物行业处于快速增长期，产业链不断完善，2013-2023 年我国宠物行业市场规模由 510 亿元增至 2793 亿元，对应 CAGR 为 18.5%。在国内养宠热度空前高涨的大背景下，宠物动保市场迎来发展新机遇，但由于行业起步较晚，大部分企业规模较小，2021 年宠物药品市场规模为 131 亿元，同比+7%，仅占宠物行业整体市场规模的 5.3%，市场潜力巨大。

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

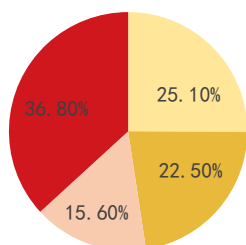


资料来源：《2022 年宠物医疗行业白皮书》，国投证券研究中心

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（%）

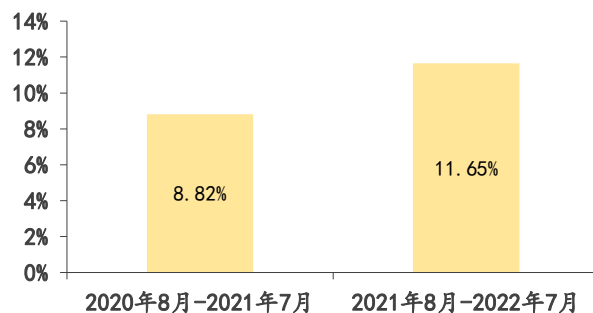
■ 驱虫药 ■ 疫苗 ■ 抗生素 ■ 其他



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

■ 因免疫驱虫到店



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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/848130136003006050>