

生物股份(600201)

报告日期: 2023年01月04日

困境已过, 再次腾飞

——生物股份深度报告

投资要点

□ 口蹄疫疫苗的引领者, 成就一段传说

公司经过三十多年的发展, 已成长成为一家致力于兽用生物制品研发、生产销售的企业, 产品包括猪、禽、反刍及宠物等四大系列共 100 余种动物疫苗产品。回顾公司过去的发展历程, 公司自 1995 年开始从事口蹄疫疫苗的生产, 2008 年率先建成国内首条悬浮生产线, 推动口蹄疫疫苗的生产从转瓶生产模式进入工业化生产模式, 公司还率先推动口蹄疫疫苗的市场化销售, 可以说公司的发展历程就是国内口蹄疫疫苗的发展史。公司依靠口蹄疫疫苗大单品在 2017 年实现了营收利润的快速增长至 19.0 亿元和 8.7 亿元, 十年复合增长率分别为 12.0%, 33.1%, 成为兽用疫苗的绝对龙头。

□ 竞争困境已过, 将再次腾飞

随着口蹄疫疫苗生产厂家与竞品的增加, 悬浮生产线在行业内的普及, 市场竞争越发激烈, 引发了价格竞争, 公司口蹄疫疫苗价格下滑约 31.2%。公司以往依靠口蹄疫疫苗单品策略受到极大挑战, 另外 2018 年爆发的非洲猪瘟导致 2019 年生猪存栏大幅减少, 公司产品需求大幅减少导致 2019 年营收同比下滑 40.6%, 2021-2022 年 H1 养殖再度低迷加上竞争激烈, 公司营收和利润再度承压。我们认为上述困境已经过去, 短期看, 随着养殖端开始复苏, 下游对疫苗产品的需求恢复, 而口蹄疫疫苗的价格竞争时代结束, 公司的盈利水平也将得到恢复。长期看, 公司仍是口蹄疫疫苗市场绝对龙头, 随着口蹄疫招采苗的退出, 市场整体扩容下公司口蹄疫疫苗的营收继续保持稳定增长, 另外公司战略调整下, 非口蹄疫疫苗的崛起已开始崭露头角, 公司营收将再回快速增长。

□ 着力研发, 再续成长传奇

看未来, 短期内随着猪价走高, 下游养殖利润恢复后对疫苗产品需求恢复, 有利于公司短期内营收利润的改善。长期视角下, 公司近两年在研发资金及人才的投入快速增长, 拥有最为丰富的研发储备。另外公司拥有可以从事非瘟疫苗研发活动的 P3 试验室, 目前已积累大量实验室研发阶段数据, 公司经过多路径比较后选择致力于 mRNA 技术路线的研发, 未来有望在非瘟疫苗有所作为。

□ 盈利预测与估值

公司作为曾经口蹄疫疫苗的绝对龙头, 虽然市场竞争格局有所恶化, 使得口蹄疫疫苗的销售价格下降, 但我们判断同行企业继续进行降价来抢占市场份额的可能性较小, 经过一番竞争后生物股份仍占据市场份额的绝对第一。随着养殖端盈利能力改善显著, 对疫苗产品的需求提升, 加上公司已经在非口蹄疫疫苗上开始发力, 对单一产品的依赖进一步降低, 随着新产品的不断推出与对非口蹄疫疫苗销售的重视, 公司的营收增长会再次回到正轨。另外, 销量与收入的增长意味公司智能产业园产能利用率的提升, 毛利率水平也会得到提升, 公司利润将边际改善。

预计公司 2022/23/24 年分别实现每股收益 0.27/0.40/0.50 元/股。公司历史平均估值在 33X 左右, 参考同行 2021 年 PE 估值均值在 35.25X, 因此给予公司 2023 年净利润 30X 估值, 公司合理市值为 134.6 亿元, 目标价为 12.0 元/股, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

(1) 下游景气度恢复不及预期; (2) 行业竞争继续恶化; (3) 公司新品推广不及预期。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 孟维肖

执业证书号: S1230521120002

mengweixiao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 9.05
总市值(百万元)	10,139.34
总股本(百万股)	1,120.37

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1776	1532	1954	2311
(+/-) (%)	12.29%	-13.75%	27.52%	18.29%
归母净利润	382.3	304.3	448.8	562.4
(+/-) (%)	-12.07%	-20.40%	47.47%	25.31%
每股收益(元)	0.34	0.27	0.40	0.50
P/E	26.84	33.71	22.86	18.24

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1)预计公司 2022/23/24 年分别实现营收 15.32/19.54/23.11 亿元，同比增长-13.75%/27.52%/18.29%；实现归母净利润 3.04/4.49/5.62 亿元，同比增长-20.40%/47.47%/25.31%。

2)预计公司 2022/23/24 年分别实现每股收益 0.27/0.40/0.50 元/股。公司历史平均估值在 33X 左右，参考同行 2021 年 PE 估值均值在 35.25X，因此给予公司 2023 年净利润 30X 估值，公司合理市值为 134.6 亿元，目标价为 12.0 元/股，给予“买入”评级。

● 关键假设

1)口蹄疫疫苗重回增长、非口蹄疫疫苗开始发力。随着下游生猪养殖景气度提升，免疫积极性增长，养殖企业对疫苗需求及价格敏感性均向好，口蹄疫疫苗产品及原有非口蹄疫疫苗恢复性增长，目前处于新兽药注册阶段的猪瘟和伪狂基因工程将带来新增长。预计猪疫苗 2022/2023/2024 年营业收入分别为 12.01/15.86/18.96 亿元，增速分别为-16.6%/32.1%/19.5%。毛利率受益于下游景气和产能利用率提升，猪苗毛利率分别恢复至 53.9%/60.5%/63.0%。

2)禽苗重塑销售体系及技术改造完成，恢复增长。下游禽养殖景气度也在开始回暖，随着公司影响开始重视于辽宁益康产线技术改造完成，销售恢复增长，毛利率水平恢复。2022/2023/2024 年营业收入分别为 2.19/2.43/2.56 亿元，增速分别-8.6%/10.7%/5.5%。毛利率分别 45.0%/50.0%/50.0%。

3)布病基因缺失苗和牛二联苗助力反当苗高速增长。公司牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联灭活疫苗拥有绝对市场地位，近两年开始加速推广，另 2022 年 4 月新获得布病基因缺失苗生产批文，将带动反当苗高速增长。2022/2023/2024 年营业收入分别为 1.12/1.25/1.59 亿元，增速分别为 26.0%/11.6%/27.2%。毛利率分别 75.0%/78.0%/78.0%。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为口蹄疫市场的参与者与获批产品逐渐增加，工艺流程差异逐步缩小，市场格局从一家独大向群雄并起转变，生物股份的市场份额与盈利空间均遭到挑战且难以扭转。但我们判断同行企业继续进行降价来抢占市场份额的可能性较小，经过一番竞争后生物股份仍然是该市场份额的绝对第一，说明在产品质量与品牌认知上公司仍具备较强先发优势。随着养殖端盈利能力改善显著，对疫苗产品的需求提升，加上公司已经在非口蹄疫苗上开始发力，对单一产品的依赖进一步降低，随着新产品的不断推出与对非口蹄疫苗销售的重视，公司的营收增长会再次回到正轨。另外，销量与收入的增长意味公司智能产业园产能利用率的提升，毛利率水平也会得到提升，公司盈利能力也将得到边际改善。

● 股价上涨的催化因素

1)下游对动保产品需求大幅提升；2)公司新产品获得大量市场用户认可。

● 风险提示

1)下游景气度恢复不及预期；2)行业竞争继续恶化；3)公司新品推广不及预期。

正文目录

1 生物股份的去：引领发展，一代传说	7
1.1 公司的发展历程：剥离与并购并举，逐渐聚焦动物疫苗	7
1.2 成功的过去：依靠口蹄疫苗成就一代传说	7
1.3 生物制品为主，竞争加剧盈利能力减弱	10
2 生物股份的现在：困境已过，静待重生	11
2.1 团队：相对稳定的治理层与更新中的管理层	11
2.2 产品：拥有最为丰富的疫苗产品体系	11
2.2.1 口蹄疫苗产品：差距缩小但依然领先同行	12
2.2.2 非口蹄疫苗产品：正在蓄力，接力成长	16
2.3 研发：拥有领先的研发平台	19
2.4 生产：始终走在行业前沿的生产工艺	20
2.5 销售：革新中的销售技术服务体系	21
3 生物股份的未来：着力研发，再续传奇	22
3.1 短期：下游盈利反转将带动疫苗产品需求回升	22
3.2 中长期：丰富研发管线保证成长性	23
4 盈利预测	26
4.1 关键假设与盈利预测	26
4.2 估值与投资建议	27
5 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司发展历程: 剥离与并购逐渐聚焦动物疫苗	7
图 2: 公司引领口蹄疫发展	8
图 3: 公司营收增长复盘	9
图 4: 公司净利润曾高速增长	9
图 5: 生物制药贡献公司主要收入(万元)	10
图 6: 公司优秀的盈利能力	10
图 7: 公司毛利率变化复盘	10
图 8: 公司股权结构	11
图 9: 公司丰富的产品体系	12
图 10: 公司组织体系及其主要业务	12
图 11: 2018 年生猪养殖 TOP10 占比 8.06%	14
图 12: 2021 年生猪养殖 TOP10 占比 17.20%	14
图 13: 散养户和规模户防疫支出比较(元)	14
图 14: 口蹄疫苗新兽药证书拥有厂家逐渐增加	15
图 15: 各厂家口蹄疫苗 2021 年批签发占比	15
图 16: 公司口蹄疫销量	16
图 17: 公司口蹄疫销售价格	16
图 18: 公司猪圆环疫苗 2022 年批签发	17
图 19: 公司猪伪狂犬疫苗 2022 年批签发	18
图 20: 公司布病疫苗和牛二联苗 2022 年批签发	18
图 21: 2017-2021 年高致病性禽流感疫苗合计批签发情况	19
图 22: 公司禽流感 H5 疫苗 2022 年批签发	19
图 23: 各公司悬浮生产线投产时间	20
图 24: 人工费用占比大幅降低	21
图 25: 制造费用比率提升明显	21
图 26: 销售费用支出逐步提升	22
图 27: 销售人员逐渐增加(人)	22
图 28: 公司市值与猪价波动复盘(左轴-元/kg, 亿元)	23
图 29: 生猪养殖盈利大幅改善(元/头)	23
图 30: 生猪存栏开始环比增长	23
图 31: 研发支出比例高于同行	24
图 32: 研发人员持续增加(人)	24
图 33: 非瘟疫苗研发路线比较	25
图 34: 公司盈利预测(亿元)	27
图 35: 公司历史估值	28
表 1: 公司最新核心管理层	11
表 2: 口蹄疫未来空间测算	13
表 3: 动物强免疫苗相关政策	13
表 4: 猪口蹄疫苗主要产品及其生产厂家以及近两年批签发情况	15
表 5: 公司猪圆环疫苗产品及市场占比	17
表 6: 圆支二联苗生产厂家	17

表 7: 公司猪伪狂疫苗产品及市场占比.....	18
表 8: 公司布病疫苗和牛二联苗产品及市场占比.....	18
表 9: 公司禽流感 H5 疫苗产品及市场占比.....	19
表 10: 全国从事动物疫病研究的 P3 实验室.....	20
表 11: 公司最新在研产品情况(2021 年末).....	24
表 12: 全国可从事非瘟疫苗研发活动的实验室.....	25
表 13: 非瘟疫苗市场空间测算.....	26
表 14: 公司与同行估值.....	28
表附录: 三大报表预测值.....	29

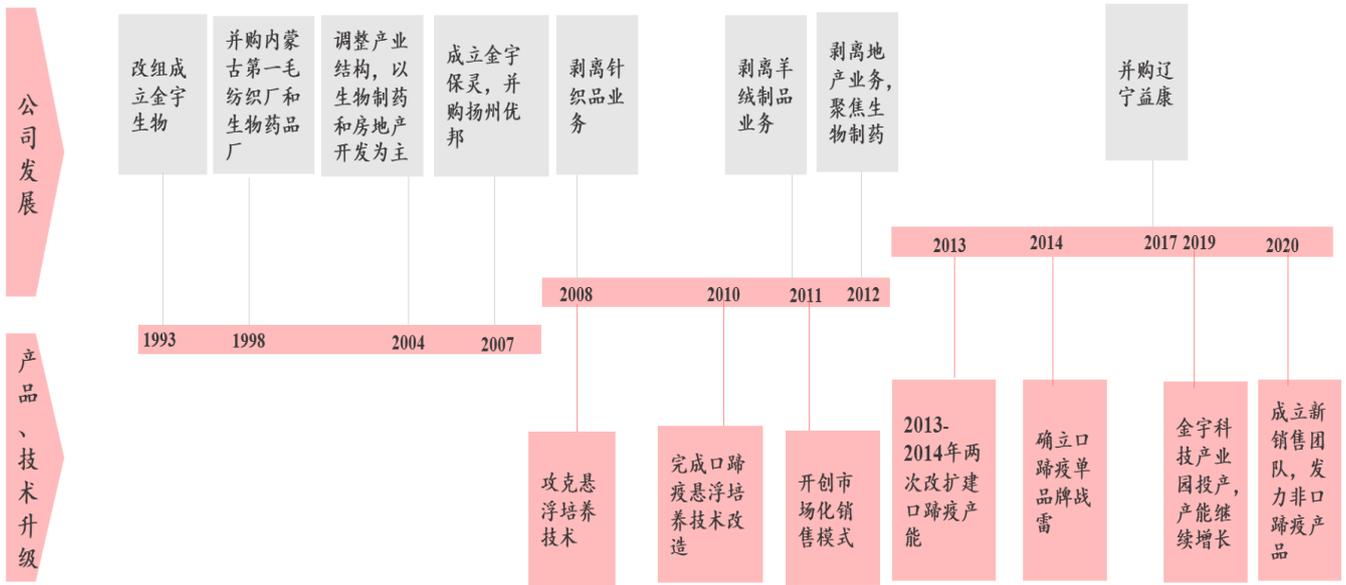
1 生物股份的去：引领发展，一代传说

1.1 公司的发展历程：剥离与并购并举，逐渐聚焦动物疫苗

金宇生物技术股份有限公司成立于1993年，其前身为1958年成立的内蒙古生物制品厂。经过近30年的发展，公司成长为一家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百余种动物疫苗，并同时拥有口蹄疫、高致病性禽流感 and 布鲁氏菌病三大强制免疫疫苗农业部定点生产资质的综合性动物疫苗企业。

回顾金宇生物的发展历程，公司经历了两次战略转型，通过剥离和并购将主业逐渐聚焦到动物疫苗产业：第一次剥离纺织品业务确立以“生物制药为主导，房地产业为支柱”的发展目标（2008年）；第二次是剥离房地产业务，聚焦生物制药（2012年）。在2007年和2017年分别收购了扬州优邦和辽宁益康，奠定了金宇生物涵盖主要畜禽疫苗产品的业务格局。

图1：公司发展历程：剥离与并购逐渐聚焦动物疫苗



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

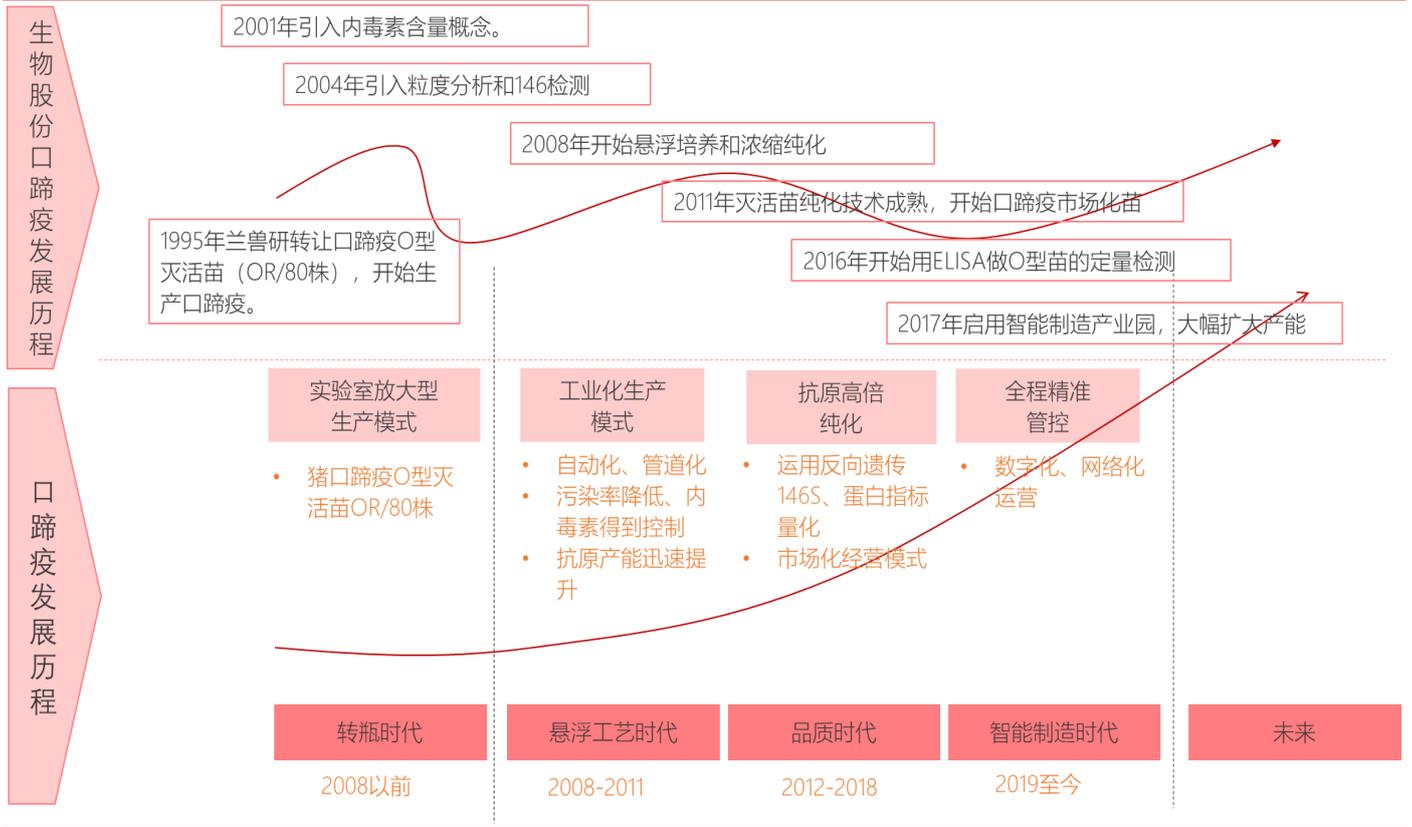
1.2 成功的过去：依靠口蹄疫苗成就一代传说

纵观口蹄疫苗生产工艺的发展，2008年以前还处于实验室放大型的转瓶培养模式，作坊式、小规模生产模式导致产品质量差，加上产能较低一直制约着我国口蹄疫苗快速发展。但在该时期金宇生物已率先引入内毒素含量和146S检测的概念，让疫苗产品的质量能得到有效检测。

2008年公司率先攻克悬浮培养技术并完成技术改造，开启疫苗工业化大生产时代，大幅提高了单批次生产规模，并提高产品的纯度，内毒素也得到控制，随后同行企业逐渐布局了悬浮培养生产线。而2019年公司启用新投建的智能产业园，开启了疫苗的智能生产时代，再一次领先行业。

在销售模式上公司开创口蹄疫苗市场化销售模式。公司采用悬浮培养技术后，具备大规模高质量提供疫苗产品的能力，开始率先采用市场化的销售模式将产品推向市场，随着养殖行业规模化发展，得到大量客户的认可。

图2: 公司引领口蹄疫发展



资料来源: 公司公开交流、浙商证券研究所

公司营收增长在业务调整中经历了以下几个阶段:

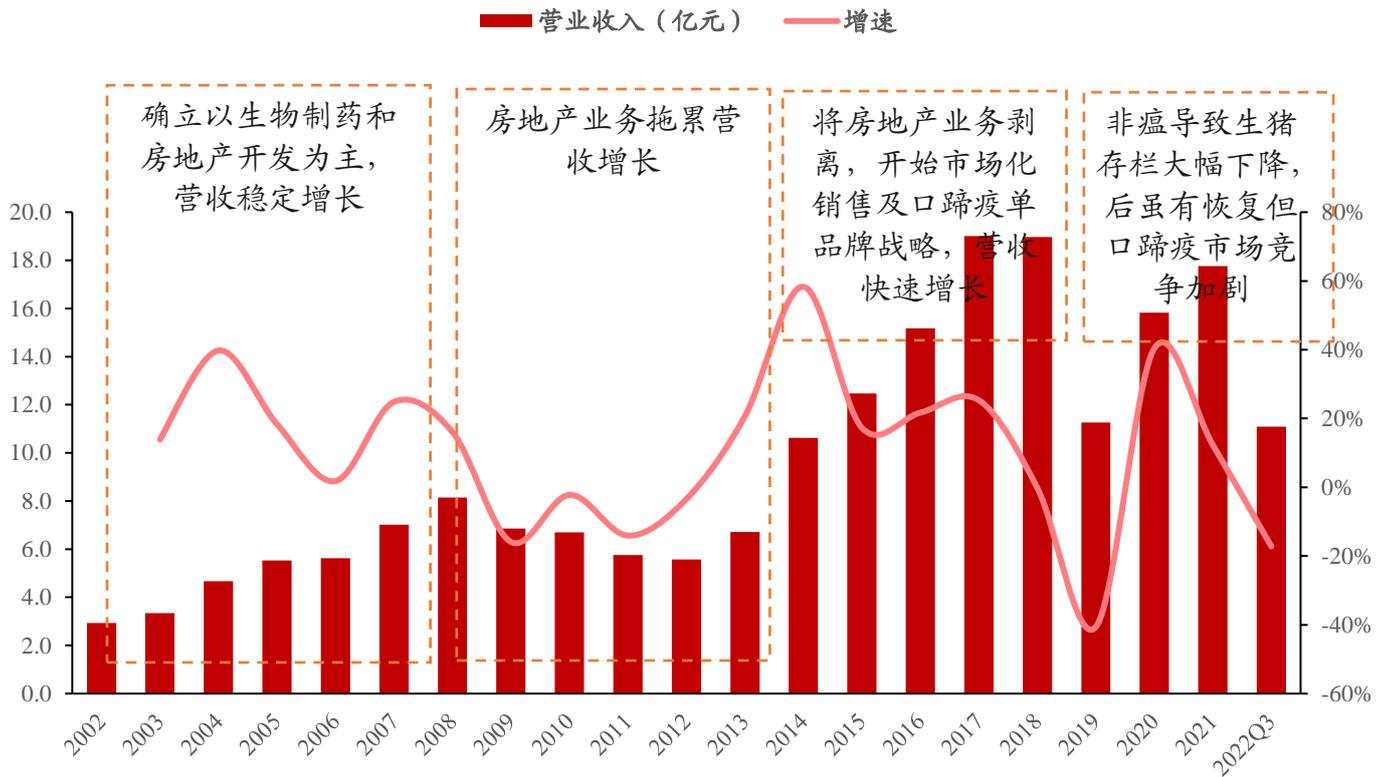
2002-2008年 (CAGR=18.6%): 2002年公司确立了“以生物制药为主导, 房地产业为支柱”的产业发展方向, 实现主营业务从羊绒制品加工到生物制药的战略转变, 开始了公司发展史上的第一次重大战略转型。

2009-2012年 (CAGR=-6.7%): 2008年受经济危机影响, 房地产板块营收下滑拖累营收增长。

2013-2017年 (CAGR=29.7%): 2012年公司剥离地产业务, 聚焦生物制药, 是公司第二次重大战略转型。

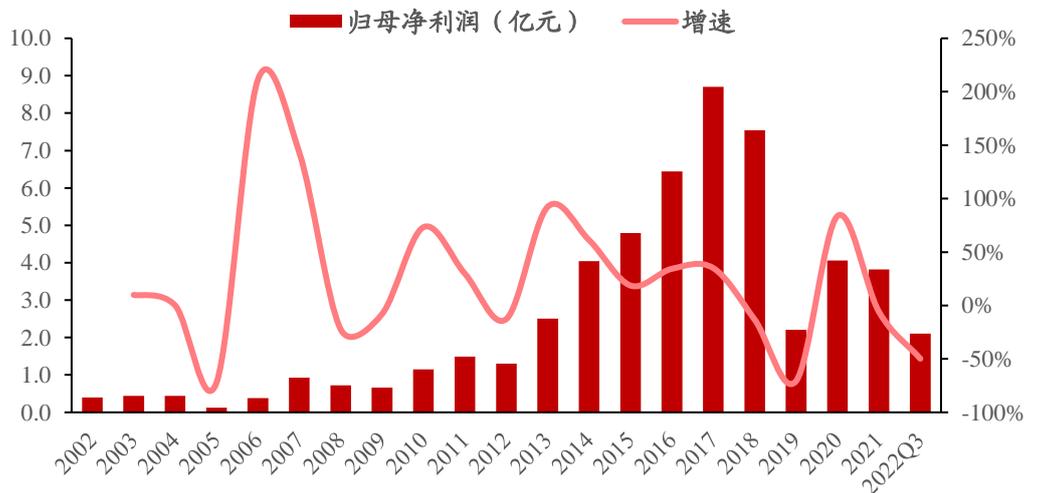
2018-至今: 2019年生猪存栏受非瘟影响大幅减少, 疫苗需求下降导致营收下滑明显, 随着存栏恢复营收开始重新增长, 但市场竞争激烈程度增加以及下游行情较差, 营收暂未恢复至高点。

图3: 公司营收增长复盘



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图4: 公司净利润曾高速增长



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

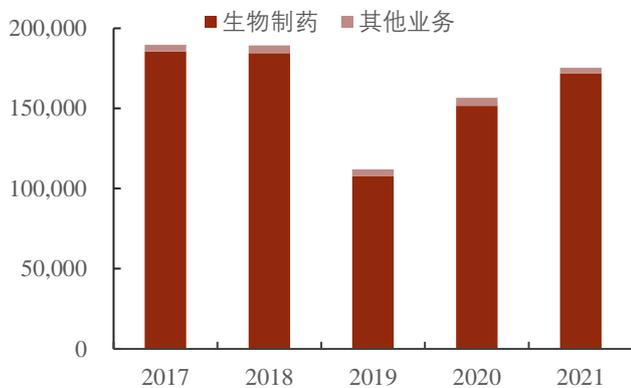
凭借率先采用悬浮培养和市场化销售模式，使得公司在口蹄疫这一大单品上具备较大的领先优势，营收和归母净利润在2017年增至19.0亿元和8.7亿元，成为动保行业的绝对龙头。

1.3 生物制品为主，竞争加剧盈利能力减弱

生物制品贡献绝对收入。公司在剥离纺织业和房地产业务后，生物制品贡献 96%以上的收入来源。

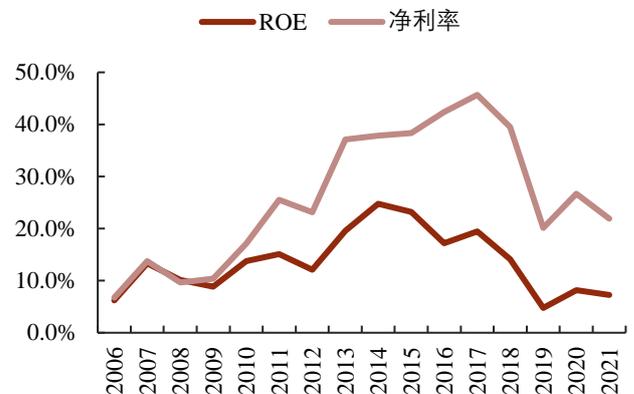
竞争加剧后公司盈利能力有所减弱。2012 年以前，公司地产及生物制药双主业发展，地产业务盈利水平拉低整体。2013 年至 2017 年是公司聚焦生物制品业务的黄金时期，盈利指标也逐渐达到了历史高位，公司毛利率、净利率和 ROE 都是历史最好水平。**主要原因：**公司优势产品是口蹄疫苗，在政府招标苗稳定增长情况下，通过市场化直销服务大客户，市场直销比例大幅上升；从 2015 的开始，禽苗和布病苗接力的公司业务的增长；增加了猪圆环、猪蓝耳、猪伪狂品种。2018 年以后随着非瘟影响及行业竞争加剧，盈利水平下滑，毛利率降至 60%-65%，处于疫苗正常水平，继续下降的可能性较小。

图5：生物制药贡献公司主要收入（万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图6：公司优秀的盈利能力



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图7：公司毛利率变化复盘



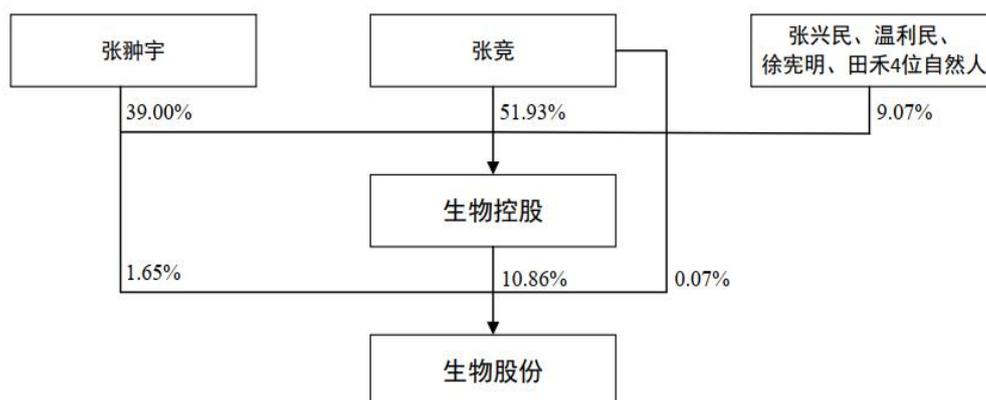
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2 生物股份的现在：困境已过，静待重生

2.1 团队：相对稳定的治理层与更新中的管理层

治理层相对稳定。从公司股权结构来看，其第一大股东为生物控股（由张翀宇和张竞绝对控股）持有 10.86% 的股份，另张翀宇和张竞合计直接持有公司 1.72% 的股份，虽然股权相对分散，但公司自成立以来就由张翀宇担任董事长，其治理结构相对稳定。

图8：公司股权结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

围绕新任总裁打造管理团队。随着 2019 年公司总裁职位由张竞任职后，公司逐步搭建起一个围绕新任总裁的更年轻、更有拼劲的高管团队。

表1：公司最新核心管理层

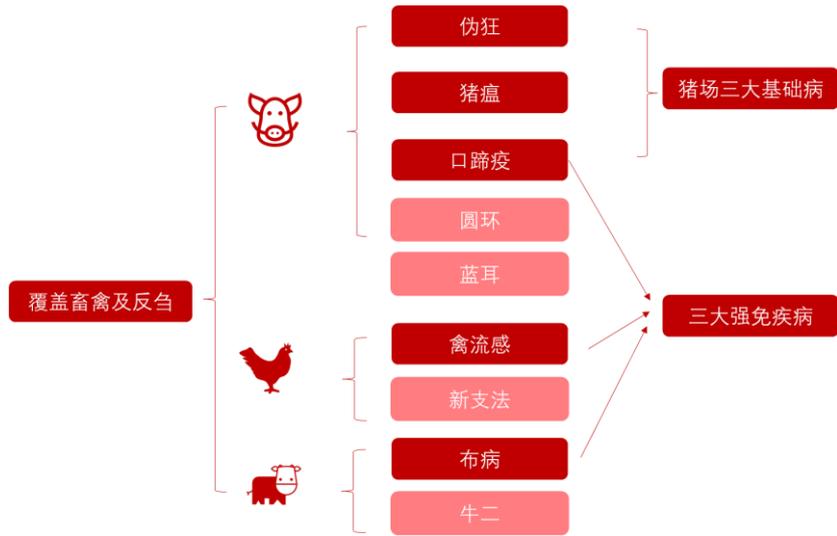
姓名	职务	年龄	履历
张翀宇	董事长	68	1993 年至 2019 年 5 月，任金宇生物技术股份有限公司党委书记、董事长、总裁。2019 年 5 月至今任金宇生物技术股份有限公司党委书记、董事长。
魏学峰	副董事长	60	2011 年至今任金宇保灵生物药品有限公司总兽医师、国家工程实验室副主任，2016 年至今任金宇生物技术股份有限公司副董事长，2017 年 12 月至今任辽宁益康股份有限公司董事长。
张竞	总裁	39	2008 年至 2015 年 8 月任安永商业咨询服务经理，2015 年 11 月至 2016 年 5 月，任本公司总裁助理、企发部经理，2016 年 5 月至 2019 年 5 月任本公司董事、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。
赵红霞	董事	48	2012 年至 2015 年任新余市元迪投资有限公司董事长，2012 年至 2018 年任内蒙古金宇生物控股有限公司财务经理，2018 年 4 月至今任内蒙古金宇生物控股有限公司总经理。2016 年 5 月至今任金宇生物技术股份有限公司董事。
李荣	副总裁	51	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董事长、扬州优邦生物药品有限公司董事长，2019 年 8 月至今任金宇生物技术股份有限公司副总裁。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.2 产品：拥有最为丰富的疫苗产品体系

覆盖主要畜禽品种及主要疫病的疫苗产品体系。公司目前产品涵盖猪、禽、反刍类等系列共计 100 余种动物疫苗产品，疫苗产品包括猪口蹄疫、猪瘟、猪伪狂、猪圆环、猪蓝耳等主要猪类疾病，禽类包括高致病性禽流感疫苗及新支法流腺疫苗等常规禽苗，反刍类包括布鲁氏菌疫苗、牛 BVD-IBR 二联苗等。

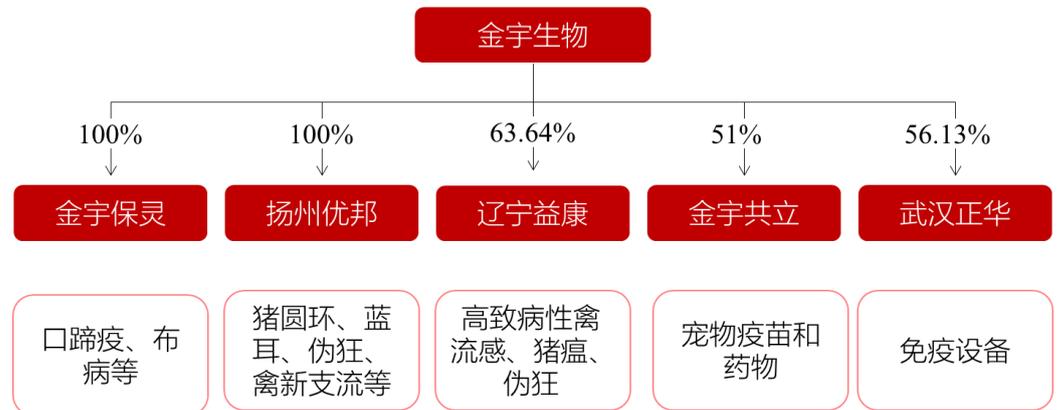
图9: 公司丰富的产品体系



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

公司旗下主要有五个生产主体。主要包括金宇保灵（口蹄疫疫苗为主、布病疫苗及牛二联苗等）；扬州优邦（猪圆环疫苗、蓝耳疫苗、伪狂犬疫苗及常规禽苗等）；辽宁益康（高致病性禽流感疫苗为主）；金宇共立（致力于宠物疫苗和药物）；武汉正华（主要做免疫设备的研发和生产）。

图10: 公司组织体系及其主要业务



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

2.2.1 口蹄疫疫苗产品: 差距缩小但依然领先同行

口蹄疫疫苗是强免苗，政采退出市场空间还将加大。口蹄疫疫苗是三大强免苗之一，预计目前市场规模在 30 亿元左右，虽然免疫渗透率相对较高，但仍有较大比例为政府招标采购，其价格较低且质量相较于市场苗仍有较大差距。根据 2022 年发布的《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022-2025）》，2025 年年底逐步全面停止政府招标采购强制免疫疫苗。届时招采苗的空间将全部由市场苗替代，预计市场规模达到 48 亿左右，提高 60%。

表2: 口蹄疫未来空间测算

	数量 (亿头)	免疫次数 (次)	产品均价 (元/头份)	渗透率	市场规模 (亿元)
当前市场空间测算:					
市场苗:					
商品猪年出栏	6.5	1.5	6	30%	17.55
母猪存栏	0.4	2.5	6	50%	2.70
公猪存栏	0.03	2.5	6	50%	0.23
招采苗:					
商品猪年出栏	6.5	1.5	1.5	60%	8.78
母猪存栏	0.4	2.5	1.5	40%	0.54
公猪存栏	0.03	2.5	1.5	40%	0.05
合计					29.84
未来市场空间测算(2025年):					
商品猪年出栏	6.5	1.5	5	90%	43.88
母猪存栏	0.4	2.5	5	90%	4.05
公猪存栏	0.03	2.5	5	90%	0.34
合计					48.26

资料来源: 统计局、公司公告、农业农村部、浙商证券研究所

表3: 动物强免疫苗相关政策

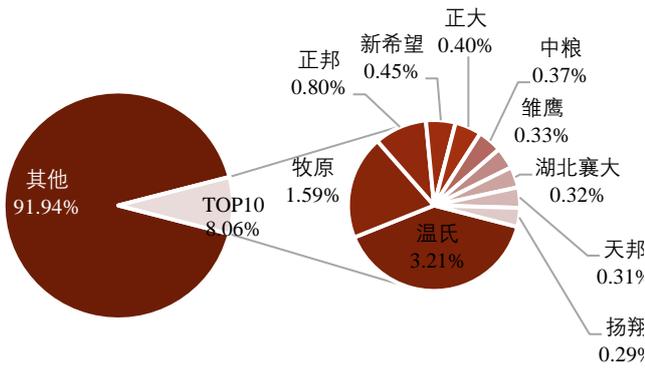
文件名称	时间	部门	主要内容
《国家中长期动物疫病防治规划(201-2020)》	2012	国务院	积极探索强制免疫疫苗招标采购方式和补贴方式,鼓励大型规模养殖场自行采购疫苗,对于达到免疫退出标准的大型规模养殖场和地区,经国家组织评估后可以退出免疫。加强疫苗生产监管,提高疫苗质量,保障免疫效果和质量。
《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》	2016	原农业部、财政部	对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”,逐步实现养殖场户自主采购、财政直补。
《国家动物疫病强制免疫指导意见(2022-2025)》	2022	农业农村部	全面推进“先打后补”工作,在2022年年底前实现规模养殖场(户)全覆盖,在2025年年底前逐步全面停止政府招标采购强制免疫疫苗。

资料来源: 农业农村部、国务院、浙商证券研究所

养殖端的集中度提高将加快疫苗产品使用的渗透率提升。非瘟爆发后,生物安全标准大幅提高以及大型上市企业快速扩张产能,叠加国家政策在环保与土地政策的高压下,散养户加速退出市场,中大型养殖企业的占比快速提升。根据公开数据统计,2018年生猪养殖行业TOP10占比仅8.06%,而在2021年则达到了17.2%。

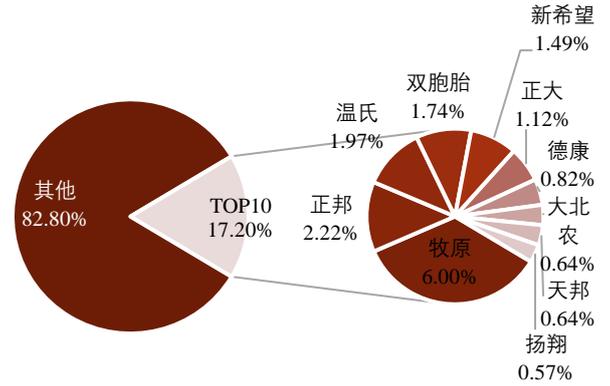
下游养殖行业集中度的提高会带来疫苗使用的渗透加深。对于散养户来说一是出于成本考虑,二是自身免疫和生物安全防控的意识相对较差,部分免疫程序执行不到位。而中大型养殖企业养殖密度高,免疫程序规范,集中度的提高将会增加疫苗产品的使用。

图11: 2018年生猪养殖TOP10占比8.06%



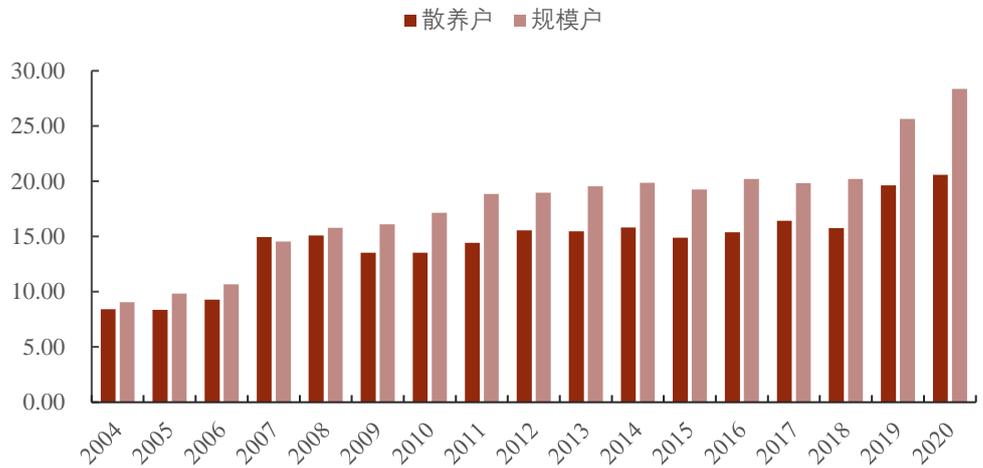
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图12: 2021年生猪养殖TOP10占比17.20%



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

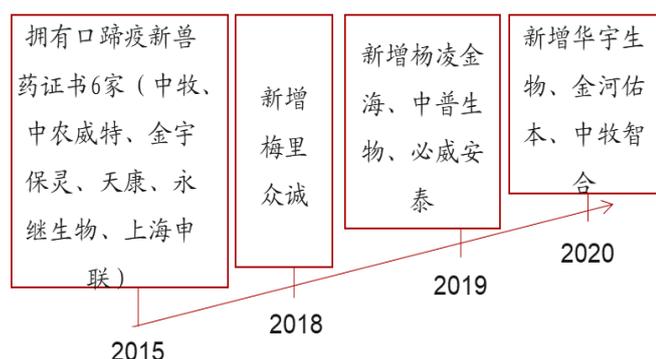
图13: 散养户和规模户防疫支出比较(元)



资料来源: wind、浙商证券研究所

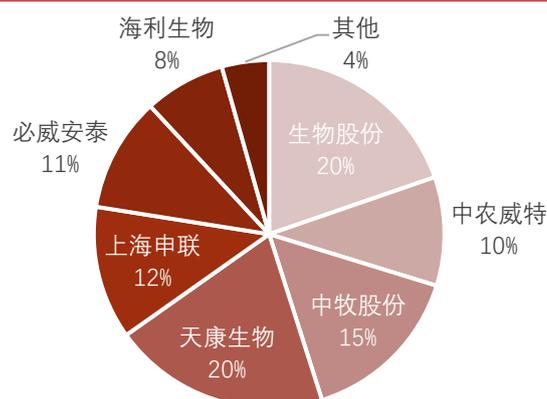
参与者增加, 竞争加剧但公司仍是龙头。随着口蹄疫疫苗产品获批企业的逐步增多, 市场竞争开始加剧。截至2020年, 获得口蹄疫相关疫苗新兽药证书的企业达到13家, 相关产品有19个, 目前还有梅里众诚在建设产能, 市场参与者继续增多, 但从市场竞争格局来看, 金宇生物仍是口蹄疫疫苗市场的龙头。

图14: 口蹄疫新兽药证书拥有厂家逐渐增加



资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

图15: 各厂家口蹄疫疫苗 2021 年批签发占比



资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

表4: 猪口蹄疫疫苗主要产品及其生产厂家以及近两年批签发情况

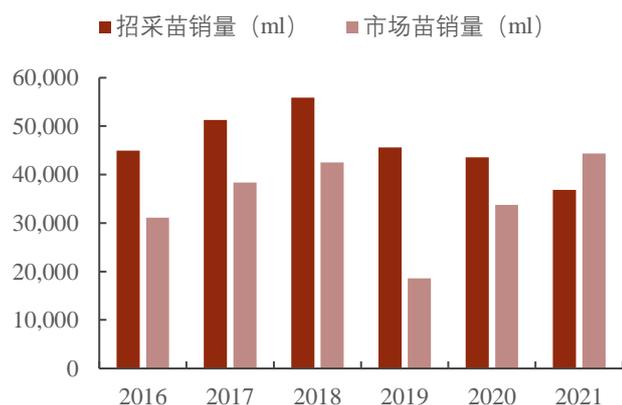
通用名	公司名称	商品名	批签发	
			2020	2021
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/MYA98/BY/2010 株)	中农威特	/	11	5
	金宇保灵生物药品有限公司	保蹄灵	16	16
	内蒙古必威安泰生物科技有限公司	瑞威泰	16	16
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株 +o/Gx/09-7 株)	天康生物制药有限公司	天蹄安	15	14
	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	/	15	15
	杨凌金海生物技术有限公司	/	8	5
	中普生物制药有限公司	/	2	5
	金宇保灵生物药品有限公司	/	97	53
猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-AWH/09 株)	中农威特生物科技股份有限公司	/	21	29
	申联生物医药(上海)股份有限公司兰州分公司	泰吉联	0	18
	天康生物制药有限公司	天蹄清	38	36
猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-II 株)	杨凌金海生物技术有限公司	/	3	25
	中普生物制药有限公司	/	6	10
	中农威特生物科技股份有限公司	/	4	14
猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/wH/09 株)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	欧倍佳	0	6
	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	/	10	8
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 98+93)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	/	10	8
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 2600+2700+2800)	申联生物医药(上海)股份有限公司兰州分公司	/	21	25
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 TC98+7309+TC07)	天康生物制药有限公司	天蹄佳	17	22
猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗 (多肽 2700+2800+MM13)	申联生物医药(上海)股份有限公司兰州分公司	泰祥联	33	28
猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗 (多肽 P098+PA13)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	/	1	10
	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	/	14	12
口蹄疫 O 型灭活疫苗 (0s 株)	中普生物制药有限公司	/	1	1
	金宇保灵生物药品有限公司	金倍欧	35	5
口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OMS 株)	中农威特生物科技股份有限公司	/	8	3

口蹄疫 0 型灭活疫苗 (OHM/02 株)	天康生物制药有限公司	康蹄安	23	7
	天康生物制药有限公司	康蹄清	31	36
口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-III 株) (悬浮培养工艺)	内蒙古必威安泰生物科技有限公司	瑞必泰	13	20
	杨凌金海生物技术有限公司	/	3	13
	金宇保灵生物药品有限公司	金蹄灵	14	12
口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗 (O/HB/HK/99 株+AF/72 株, 悬浮培养)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	/	13	9
	中普生物制药有限公司	/	4	8
口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗 (O/MYA98/BY/2010 株+Re-A/WH/09 株)	金宇保灵生物药品有限公司	/	25	26
	中农威特生物科技股份有限公司	/	11	6
口蹄疫 0 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗 (O/rV-1 株+A/rV-2 株)	中牧实业股份有限公司兰州生物药厂	欧标佳	26	28
	内蒙古必威安泰生物科技有限公司	瑞泰净	10	25
	内蒙古必威安泰生物科技有限公司	瑞必新	0	1
口蹄疫 0 型、A 型、亚洲 1 型三价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-III 株+Asia1KZ/03 株) (悬浮培养工艺)	杨凌金海生物技术有限公司	/	0	0
	天康生物制药有限公司	康蹄宁	0	0
口蹄疫 0 型、亚洲 1 型、A 型三价灭活疫苗 (O/MYA98/BY/2010 株+Asia1/JSU/ZK/06 株+Re-A/WH/09 株)	金宇保灵生物药品有限公司	/	0	1
	中农威特生物科技股份有限公司	/	0	1

资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

价格竞争进入尾声, 未来比拼的是质量与服务。厂家竞争激烈的结果是口蹄疫市场的价格不断下降, 从金宇生物销售单价可看出, 公司市场苗的售价从 2016 年的 3.31 元/ml 降至 2020 年 2.2 元/ml, 降幅达到 31.2%, 是公司口蹄疫毛利率下降的主要原因, 但 2021 年销售单价仍保持在 2.17 元/ml, 我们判断企业间的价格竞争已经来到价格底部, 各厂家继续降价动力减弱。

图 16: 公司口蹄疫销量



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 17: 公司口蹄疫销售价格



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

2.2.2 非口蹄疫疫苗产品: 正在蓄力, 接力成长

非口蹄疫产品之一: 猪圆环疫苗。目前公司主要有两款传统的猪圆环疫苗产品, 合计批发发占比逐步提升至 6% 以上, 猪圆环苗也是畜禽疫苗重要的大单品, 目前主要以灭活疫苗为主, 近两年陆续有基因工程苗和联苗的推出。金宇生物在 2022 年 2 月推出猪圆环病毒

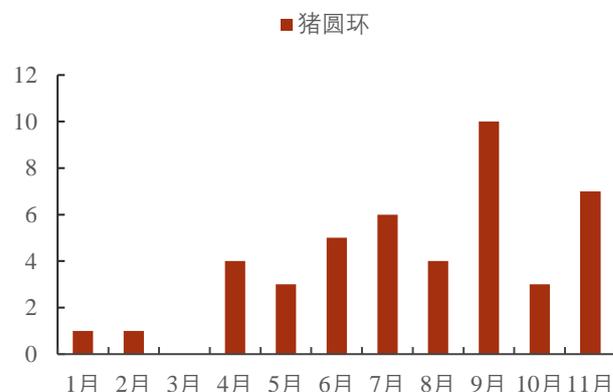
2型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗（金圆支），一经推出终端养殖户反馈积极，有望快速成长为超亿元大单品。

表5：公司猪圆环疫苗产品及市场占比

公司名称	产品名称	批签发	
		2020	2021
辽宁益康	猪圆环病毒2型灭活疫苗 (DBN-SX07株)	4	16
扬州优邦	猪圆环病毒2型杆状病毒载体灭活疫苗 (CP08株)	27	56
	合计	31	72
	批签发占比	3.0%	6.6%

资料来源：国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

图18：公司猪圆环疫苗2022年批签发



资料来源：国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

表6：圆支二联苗生产厂家

通用名	公司名称	获得批文时间	批签发	
			2021	2022
猪圆环病毒2型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗 (SH株+HN0613株)	普莱柯生物工程股份有限公司	2022/11/23	0	0
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CP08株+JM株)	浙江诗华诺倍威生物技术有限公司	2022/2/28	0	11
	国药集团动物保健股份有限公司	2021/12/17	28	21
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DBN 01株+DJ-166株)	金宇保灵生物药品有限公司	2022/2/17	0	26
猪圆环病毒2型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗 (Cap蛋白+SY株)	吉林特研生物技术有限责任公司	2021/6/9	6	10
	北京华夏兴洋生物科技有限公司	2021/2/1	17	23
	洛阳惠中生物技术有限公司	2020/3/16	55	40
猪圆环病毒2型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗 (SH株+HN0613株)	江苏南农高科技股份有限公司	2020/2/26	26	20
	乾元浩生物股份有限公司南京生物药厂	2019/7/16	15	10

资料来源：国家兽药基础数据库、浙商证券研究所（2022数据截至11月份）

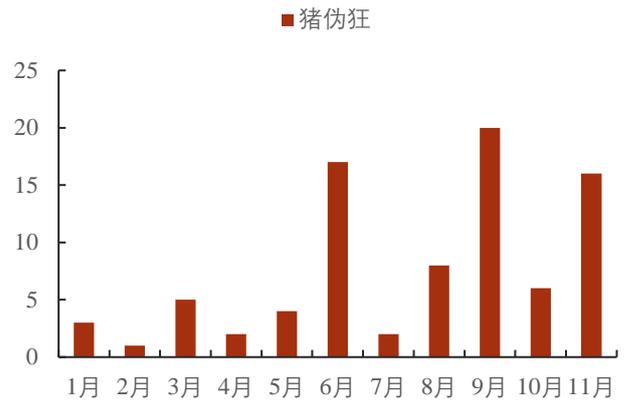
非口蹄疫产品之二：猪伪狂疫苗。目前公司拥有两款猪伪狂疫苗产品，合计批签发占比逐步提升至4%以上，公司伪狂疫苗主要针对经典Bartha株和C株，目前公司有猪伪狂gE基因缺失灭活疫苗（rPRV-3株，悬浮培养）处于新兽药注册阶段，预计2023年即可推出，将带动伪狂疫苗创收继续发力。

表7: 公司猪伪狂犬疫苗产品及市场占比

公司名称	产品名称	批签发	
		2020	2021
辽宁益康	伪狂犬病活疫苗 (Bartha-K61株)	9	16
扬州优邦	猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗 (C株)	47	59
	合计	56	75
	批签发占比	3.7%	4.3%

资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

图19: 公司猪伪狂犬疫苗 2022 年批签发



资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

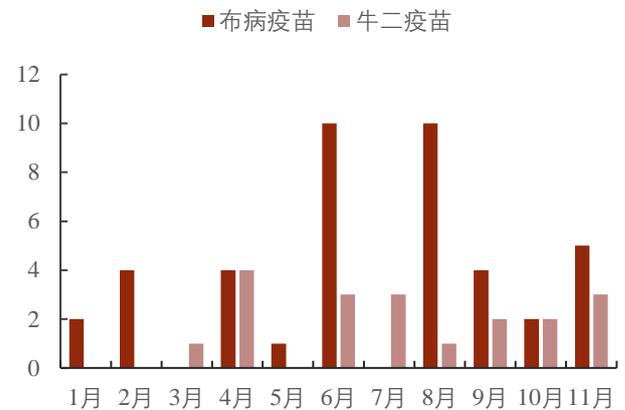
非口蹄疫产品之三: 反刍类疫苗。目前公司拥有多款布病疫苗产品, 合计批签发占比逐步提升至 16%以上, 公司于 2022 年 4 月获得布鲁氏菌基因缺失活疫苗 (M5-90 Δ 26 株) 的生产批准文号, 继续升级产品。另公司是唯二拥有牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联灭活疫苗, 且批签发量占比在 80%以上, 处于绝对领先地位。

表8: 公司布病疫苗和牛二联苗产品及市场占比

公司名称	产品名称	批签发	
		2020	2021
金宇生物	布鲁氏菌病活疫苗	26	26
	批签发占比	14%	16%
金宇生物	牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻	0	25
扬州优邦	气管炎二联灭活疫苗	12	1
	合计	12	26
	批签发占比	75%	87%

资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

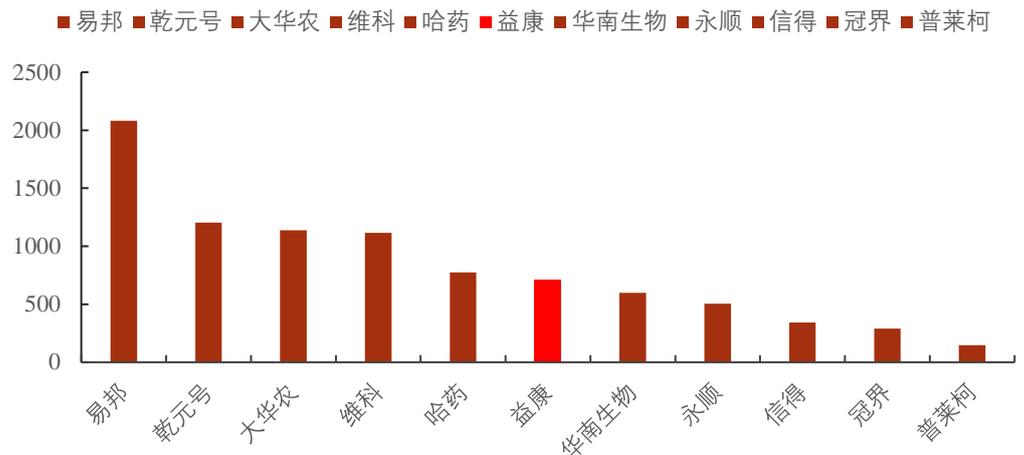
图20: 公司布病疫苗和牛二联苗 2022 年批签发



资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

非口蹄疫产品之四: 高致病性禽流感。2022 年 2 月 17 日, 公司旗下辽宁益康成为 11 家生产企业均获得新毒株的禽流感 H5 疫苗的生产批文之一, 其禽流感 H5 疫苗合计批签发占比在 10%左右, 处于行业中游水平。

图21: 2017-2021年高致病性禽流感疫苗合计批签发情况



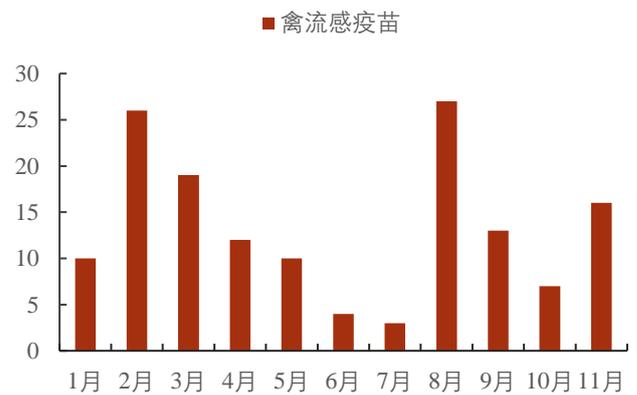
资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

表9: 公司禽流感 H5 疫苗产品及市场占比

公司名称	产品名称	批签发	
		2020	2021
辽宁益康	禽流感H5疫苗	208	112
	批签发占比	11.5%	7.8%

资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

图22: 公司禽流感 H5 疫苗 2022 年批签发



资料来源: 根国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

2.3 研发: 拥有领先的研发平台

公司动物生物安全三级实验室(ABSL-3)是目前国内首家由企业投资建设的规模、功能均领先的高级别生物安全实验室, 具备开展对外来病、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。

公司是国内首家可以同时开展口蹄疫、非洲猪瘟、布鲁氏菌病疫苗研究开发相关实验活动的动物疫苗企业。依托兽用疫苗国家工程实验室、农业部反刍动物生物制品重点实验室和动物生物安全三级实验室(ABSL-3)三个国家级实验室, 与金宇美国公司、金宇共立公司共建全球动保研发中心。该中心作为动保领域研发创新和技术融合的国际平台, 增进了与全球科研机构的交流合作, 加快了重大科研成果的转化效率, 提升了公司研发平台优势和地位, 增强了公司在业内的核心竞争力。公司已建立病原诊断与菌毒种平台、细胞技术平台、基因工程表达平台、蛋白质化学技术平台、纯化浓缩平台、后加工工艺平台、诊断检测平台等十余个研发平台。组建了非洲猪瘟疫苗、口蹄疫相关疫苗、布鲁氏菌病疫苗、宠物多联多价疫苗等分产品线研发攻关团队, 团队成员全面覆盖了灭活疫苗、减

毒活疫苗、合成肽疫苗、基因工程亚单位疫苗、基因缺失疫苗、基因工程载体疫苗、核酸疫苗等多种疫苗开发技术。

表10: 全国从事动物疫病研究的 P3 实验室

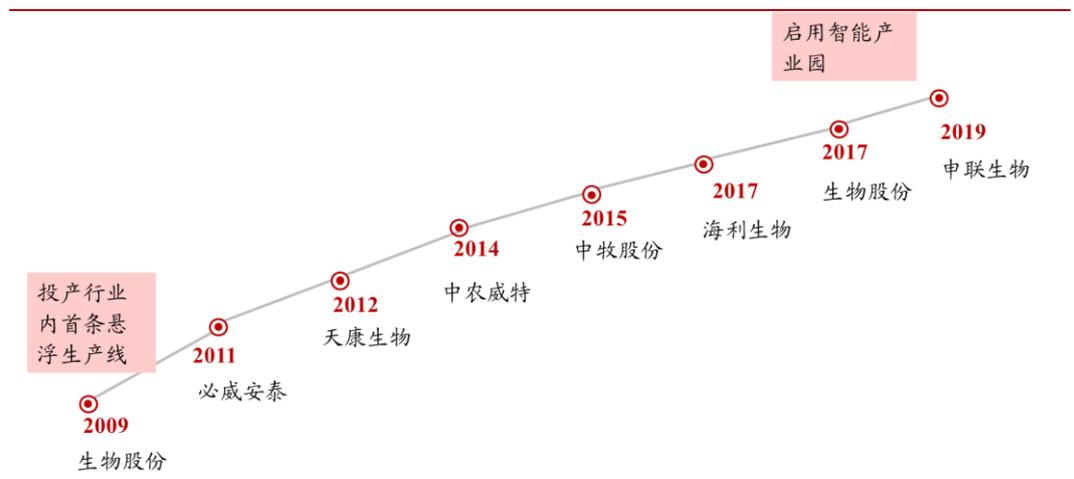
名称	时间	可研发方向
扬州大学农业部畜禽传染病学重点开放实验室动物生物安全三级实验室	2007	高致病性禽流感 (HPAIV)、新城疫 (NDV)
广东温氏大华农生物科技有限公司中大生物安全三级 BSL-3 实验室	2008	高致病性禽流感
云南省疾病预防控制中心生物安全三级实验室	2008	高致病性禽流感病毒、炭疽芽孢杆菌
福建省农业科学院畜牧兽医研究所 ABSL-3 实验室	2011	高致病性禽流感
华南农业大学动物生物安全三级实验室	2011	高致病性禽流感、非瘟病毒
中国农业科学院兰州兽医研究所动物生物安全三级实验室	/	口蹄疫、非瘟病毒
国家动物疫病防控高级别生物安全实验室 (依托中国农业科学院哈尔滨兽医研究所)	2018	高致病性禽流感病毒、口蹄疫病毒、非瘟病毒
金宇保灵动物生物安全三级实验室 (ABSL-3)	2019	口蹄疫、非瘟病毒、布鲁氏菌病

资料来源: 农业农村部、浙商证券研究所

2.4 生产: 始终走在行业前沿的生产工艺

公司在生产工艺上一直处于行业前研。公司是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, 并牵头制定了口蹄疫疫苗抗原含量、杂蛋白含量和抗原杂蛋白检测三项行业标准。率先采用口蹄疫抗原含量 146S 检测技术, 使抗体检测更加准确可靠, 疫苗生产周期大幅缩短。2017 年公司启用的金宇生物科技产业园将互联网、大数据、人工智能应用于疫苗生产, 并融合 MES 与 COMOS 系统实现智能制造, 把复杂的疫苗生产过程交给智能化控制中心, 并对生产全过程进行在线检测和智能计算。无纸化生产, 无人干扰, 自识别、自学习、自反馈, 实现了疫苗制造全生命周期在最优选工艺参数下完成, 解决了生产批间差难题, 保证疫苗质量及生产的均一、稳定、高效、可控, 有效地提升了产品质量和生产效率, 推动了国内兽用生物制药产业的技术升级。

图23: 各公司悬浮生产线投产时间



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

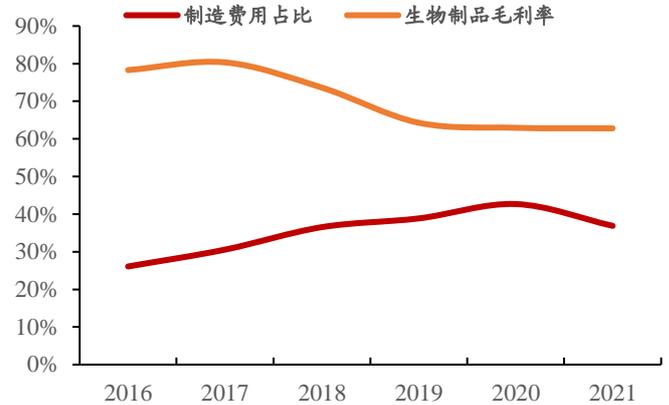
超前的智能产业园产能短期内影响毛利率。公司智能产业园可实现疫苗制造全生命周期在最优选工艺参数下完成，且无纸化生产，无人工干扰，减少人工的使用，但目前因产能利用率未达到理想状态，导致制造费用在生产成本中占比从2017年的30.6%上升至2020年的42.7%，我们认为随着公司包含口蹄疫在内的各类疫苗生产增加，产能利用率的提升，制造费用的优化对毛利率提升也有较大助力。

图24：人工费用占比大幅降低



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图25：制造费用比率提升明显



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.5 销售：革新中的销售技术服务体系

公司革新销售团队，重视非口蹄疫疫苗发展。公司在2014年提出口蹄疫单产品策略，销售技术服务体系主要围绕口蹄疫疫苗打造，忽视了其他疫苗的推广，在口蹄疫竞争加剧后，公司开始重视非口蹄疫疫苗的发展，并成立新的销售服务团队。公司率先提出“组合免疫”和“无针注射”的防非免疫方案，通过推广“口蹄疫+伪狂犬+猪瘟”等组合免疫策略、以口蹄疫为切入点带动其他疫苗的销售。另外运用无针注射免疫设备、O2O线上专家会诊等创新型防疫措施，为客户创造价值并增进公司品牌影响力。

覆盖全面的销售体系。公司根据养殖规模、防疫理念、养殖模式等指标对客户进行分类管理和定期更新。按不同疫苗免疫程序和产品生命周期等指标进行产品线营销管理。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。

加快营销资源投入。2020年后公司的销售费用明显提升，2021年为20.7%，相较于2018年增长了7.1pcts，同时近年销售人员数量也大幅提升，大量的而销售资源的投入有望释放公司丰富的储备产品。

图26: 销售费用支出逐步提升



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图27: 销售人员逐渐增加(人)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3 生物股份的未来: 着力研发, 再续传奇

3.1 短期: 下游盈利反转将带动疫苗产品需求回升

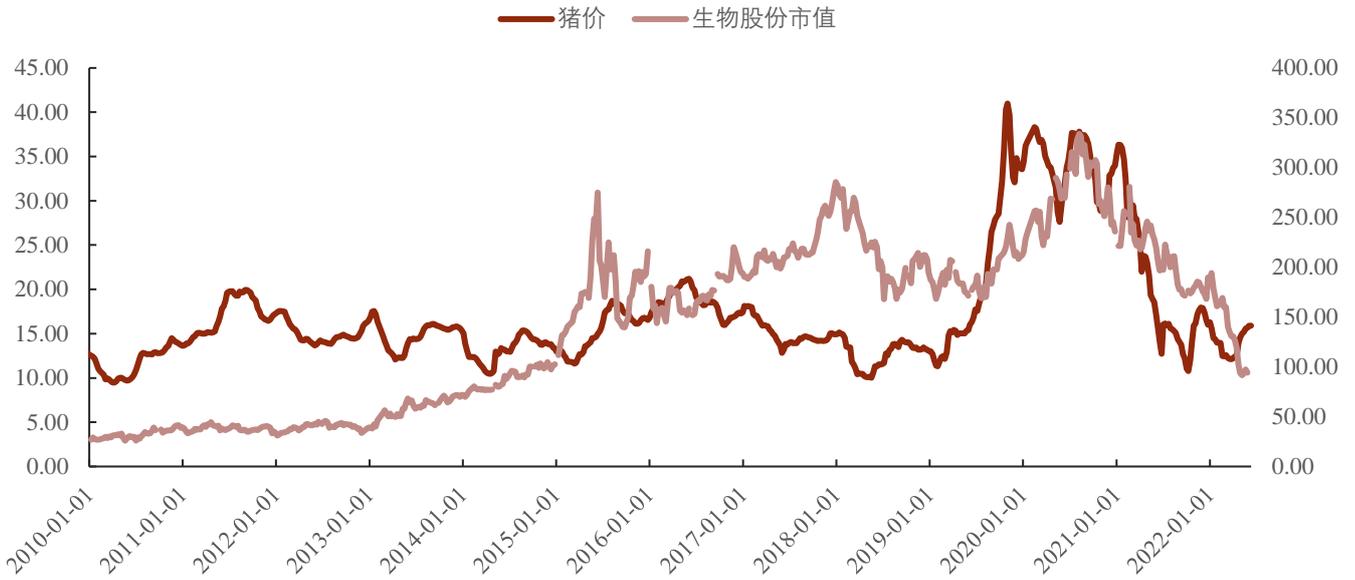
复盘公司市值增长, 随周期虽有波动, 但核心还是成长推动, 至 2010 年以来经历三次较大涨幅:

2013 年初-2015 年中 (周期与成长叠加): 2012 年公司剥离地产业务聚焦生物制药, 生药营收开始快速增长, 同时下游养殖 2015 年开始价格持续景气, 双重叠加市值涨幅近 5 倍。

2016 年中-2018 年初 (穿越周期, 成长为主): 2016-2017 年公司口蹄疫单一产品策略优势发挥到极致, 营收增长及毛利率水平达到最佳, 虽然该阶段下游养殖周期下行, 但公司穿越周期, 市值涨幅 75%。

2019 年中-2020 年中 (周期为主): 2018 年下游周期下行导致股价大幅调整, 非瘟后生猪存栏大幅减少, 股价底部震荡至 2019 年中, 虽 2019 年末猪价上行至历史高位, 但因存栏恢复缓慢, 疫苗需求仍弱使得股价并未大幅上涨, 在 2020 年存栏逐渐恢复且猪价仍在高位下股价冲至高点, 累计有 110% 涨幅。

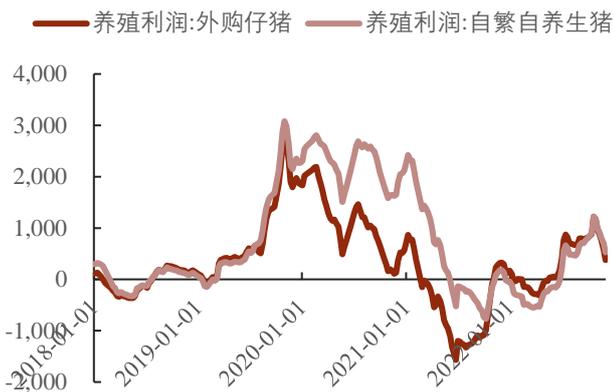
图28: 公司市值与猪价波动复盘 (左轴-元/kg, 亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

当前时点: 下游养殖盈利大幅回正, 疫苗需求得到明显恢复。下游养殖对动保产品的需求与其盈利水平强相关, 当养殖端盈利较强时, 各项免疫程序相对规范, 高端免疫产品使用也会提高, 当出现亏损时则会减少部分动保产品的使用。生猪养殖自7月份后恢复盈利, 头均盈利最高达到1000元/头, 高盈利刺激了对动保产品使用的积极性。

图29: 生猪养殖盈利大幅改善 (元/头)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图30: 生猪存栏开始环比增长



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

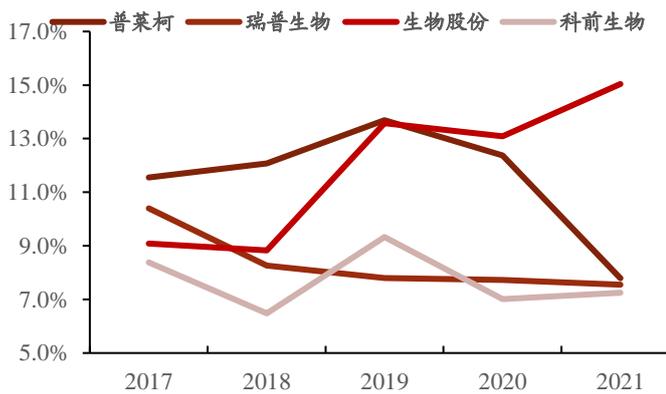
3.2 中长期: 丰富研发管线保证成长性

着力研发, 拥有最为丰富的研发储备。公司自2020年后研发投入明显加强, 2020-2021年研发支出分别为2.07亿元、2.67亿元, 研发支出占收入比例分别为13.1%、15.0%, 远高于同行。同期研发人员为269人、339人, 占公司总员工分别达到18.6%、21.5%, 公司对研发资金与人员方面的投入大幅加强。根据2021年年报, 公司目前已有猪

口蹄疫 O 型、A 型二价病毒样颗粒疫苗、猪瘟 E2 蛋白亚单位疫苗和猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗等三款重磅产品处于新兽药注册阶段，将助力未来两年营收增长。

合资成立金宇公立，布局宠物板块和国际化。2019 年公司全资子公司金宇保灵与日本共立制药株式会社共同出资 1.6 亿元设立金宇共立动物保健有限公司，其中，金宇保灵出资 8160 万元，占股 51%；共立制药出资 7840 万元，占比 49%。合资公司将依托共立制药在宠物疫苗领域的研发平台优势、渠道销售经验、产品品牌价值和公司在动物疫苗智能化制造领域的工艺技术优势、产品转化能力，为市场提供具有国际品质的动保系列产品和疫病诊断防控专业技术服务，提升公司核心竞争力，为公司开辟新的业绩增长点。

图31: 研发支出比例高于同行



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图32: 研发人员持续增加 (人)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表11: 公司最新在研产品情况 (2021 年末)

在研产品名称	适应症或功能主治	研发 (注册) 所处阶段
非洲猪瘟疫苗集成	用于预防非洲猪瘟	实验室研究阶段
猪圆环 2 型杆状病毒载体、猪肺炎支原体二联灭活疫苗 (DBN01 株+DJ-166 株)	用于预防猪圆环疾病和猪支原体肺炎	2022 品批准文号年 2 月获得产
猪圆环 2 型、猪肺炎支原体二联基因工程亚单位疫苗	用于预防猪圆环疾病和猪支原体肺炎	实验室研究阶段
猪口蹄疫 O 型、A 型二价病毒样颗粒疫苗	用于预防猪口蹄疫 O 型、A 型	新兽药注册阶段
猪瘟 E2 蛋白亚单位疫苗	用于预防猪瘟	新兽药注册阶段
猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗 (rPRV-3 株, 悬浮培养)	用于预防猪伪狂犬病	新兽药注册阶段
猪塞内卡病毒灭活疫苗 (CH/ZZ/2016 株, 悬浮培养)	用于预防猪塞内卡病毒病	新兽药注册阶段
猪细小病毒杆状病毒载体灭活疫苗 (rPP03 株)	用于预防猪细小病毒	临床试验阶段
猪繁殖与呼吸综合征基因工程亚单位疫苗	预防猪繁殖障碍与呼吸综合征病毒感染	实验室研究阶段
牛口蹄疫 (O 型、A 型)、病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎三联灭活疫苗 (O/MYA98/BY/2010 株+ReA/WH/09 株+NMG 株+LY 株)	用于预防牛 O 型、A 型口蹄疫、病毒性腹泻/黏膜病和传染性鼻气管炎	临床试验申报阶段
牛支原体活疫苗 (HB150 株)	用于预防牛支原体肺炎	新兽药注册阶段
禽流感病毒 (H5+H7) 杆状病毒载体三价灭活疫苗 (H5N1rBac-re11 株+rBac)	用于预防 H5 和 H7 亚型高致病性禽流感	临床试验申报阶段
鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型)、传染性法氏囊病、禽腺病毒病 (I 群, 4 型) 四联灭活疫苗 (La Sota 株+BX13 株)	预防鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型)、传染性法氏囊病、禽腺病毒病	新兽药注册阶段
犬瘟热、细小病毒、腺病毒 2 型三联活疫苗 (D2	预防犬瘟热、犬细小病	临床试验阶段

株+P6 株+A22 株)	病毒性肠炎、犬传染性肝炎
犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病、犬副流感四联疫苗 (CDV/NM/70 株+CPV/CZ/90 株+CAV/SY/110 株+CPIV/BJ/90 株)	用于预防犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病和犬副流感。 临床试验阶段
猫狂犬病、泛白细胞减少症、鼻气管炎、鼻结膜炎四联灭活疫苗 (CVS-11 株+FP/15 株+FH/AS 株+FC/HF 株)	预防猫泛白细胞减少症、猫鼻气管炎、猫鼻结膜炎、猫狂犬病。 临床试验申报阶段

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

拥有自主非瘟疫苗研发能力，致力 mRNA 疫苗的研发。公司拥有可以从事非瘟疫苗研发活动的 P3 试验室，目前已积累大量实验室研发阶段数据，公司主要致力于 mRNA 技术路线方向上的研发，未来有望在非瘟疫苗研发上大有作为。

表12: 全国可从事非瘟疫苗研发活动的实验室

序号	实验室名称
1	中国兽医药品监察所国家兽医微生物中心 ABSL-3 实验室
2	中国动物疫病预防控制中心生物安全三级实验室
3	中国农业科学院长春兽医研究所动物生物安全三级实验室
4	中国动物卫生与流行病学中心国家外来动物疫病诊断中心 ABSL-3 实验室
5	中国科学院武汉病毒研究所 BSL-3 实验室
6	华南农业大学动物生物安全三级实验室
7	中国农业科学院兰州兽医研究所动物生物安全三级实验室
8	国家动物疫病防控高级别生物安全实验室 (依托中国农业科学院哈尔滨兽医研究所)
9	金宇保灵动物生物安全三级实验室 (ABSL-3)

资料来源：农业农村部、浙商证券研究所

图33: 非瘟疫苗研发路线比较

技术路线	mRNA疫苗	DNA疫苗	灭活疫苗	减毒疫苗	病毒载体疫苗	亚单位疫苗
研发速度	快	快	中	慢	较快	较快
安全性	高	转基因风险	较高	毒力反强	转基因风险	高
佐剂	不依赖	不依赖	需要	不依赖	不依赖	需要
免疫原性	细胞免疫 体液免疫	细胞免疫 体液免疫	体液免疫	细胞免疫 体液免疫	细胞免疫 体液免疫	体液免疫

资料来源：公司公开交流、浙商证券研究所

表13: 非瘟疫苗市场空间测算

	数量 (亿头)	免疫次数 (次)	产品价格 (元/头份)	渗透率	预计市场规模 (亿元)
商品猪年出栏	6.5	2	10	90%	117.0
母猪存栏	0.4	2	10	90%	6.5
合计					127.1

资料来源: 国家统计局、农业农村部、浙商证券研究所

4 盈利预测

4.1 关键假设与盈利预测

(1) 口蹄疫疫苗重回增长、非口蹄疫猪苗开始发力。随着下游生猪养殖景气度提升, 免疫积极性增长, 养殖企业对疫苗需求及价格敏感性均向好, 口蹄疫疫苗产品及原有非口蹄疫猪苗恢复性增长, 目前处于新兽药注册阶段的猪瘟和伪狂基因工程将带来新增长。预计猪疫苗 2022/2023/2024 年营业收入分别为 12.01/15.86/18.96 亿元, 增速分别为-16.6%/32.1%/19.5%。毛利率受益于下游景气和产能利用率提升, 猪苗毛利率分别恢复至 53.9%/60.5%/63.0%。

(2) 禽苗重塑销售体系及技术改造完成, 恢复增长。下游禽养殖景气度也在开始回暖, 随着公司影响开始重视于辽宁益康产线技术改造完成, 销售恢复增长, 毛利率水平恢复。2022/2023/2024 年营业收入分别为 2.19/2.43/2.56 亿元, 增速分别-8.6%/10.7%/5.5%。毛利率分别 45.0%/50.0%/50.0%。

(3) 布病基因缺失苗和牛二联苗助力反刍苗高增长。公司牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联灭活疫苗拥有绝对市场地位, 近两年开始加速推广, 另 2022 年 4 月新获得布病基因缺失苗生产批文, 将带动反刍苗高速增长。2022/2023/2024 年营业收入分别为 1.12/1.25/1.59 亿元, 增速分别为 26.0%/11.6%/27.2%。毛利率分别 75.0%/78.0%/78.0%。

综上,我们预计公司 2022/23/24 年分别实现营收 15.32/19.54/23.11 亿元, 同比增长-13.75%/27.52%/18.29%; 实现归母净利润 3.04/4.49/5.62 亿元, 同比增长-20.40%/47.47%/25.31%。

图34: 公司盈利预测 (亿元)

	分类	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	猪苗	11.90	14.40	12.01	15.86	18.96
	禽苗	2.80	2.40	2.19	2.43	2.56
	反刍苗	0.45	0.89	1.12	1.25	1.59
	合计	15.15	17.69	15.32	19.54	23.11
营业成本	猪苗	4.31	5.31	5.53	6.26	7.02
	禽苗	1.40	1.30	1.21	1.21	1.28
	反刍苗	0.10	0.22	0.28	0.28	0.35
	合计	5.81	6.83	7.02	7.75	8.65
毛利率	猪苗	63.7%	63.1%	53.9%	60.5%	63.0%
	禽苗	50.0%	46.0%	45.0%	50.0%	50.0%
	反刍苗	78.0%	75.0%	75.0%	78.0%	78.0%
	整体毛利率	61.6%	61.4%	54.2%	60.3%	62.6%
毛利额	猪苗	7.58	9.09	6.47	9.59	11.93
	禽苗	1.40	1.10	0.99	1.21	1.28
	反刍苗	0.35	0.67	0.84	0.98	1.24
	合计	9.34	10.86	8.30	11.78	14.46

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

公司作为曾经口蹄疫苗的绝对龙头, 虽然市场竞争格局有所恶化, 使得口蹄疫苗的销售价格有所下降, 但我们判断同行企业继续进行降价来抢占市场份额的可能性较小, 经过一番竞争后生物股份仍然是该市场份额的绝对第一。随着养殖端盈利能力改善显著, 对疫苗产品的需求提升, 加上公司已经在非口蹄疫苗上开始发力, 对单一产品的依赖进一步降低, 随着新产品的不断推出与对非口蹄疫苗销售的重视, 公司的营收增长会再次回到正轨。另外, 销量与收入的增长意味公司智能产业园产能利用率的提升, 毛利率水平也会得到提升, 所以公司利润也得到边际改善。

根据上述预测, 预计公司 2022/23/24 年分别实现每股收益 0.27/0.40/0.50 元/股。公司历史平均估值在 33X 左右, 参考同行 2021 年 PE 估值均值在 35.25X, 因此给予公司 2023 年归母净利润 30X 估值, 公司合理市值为 134.6 亿元, 目标价为 12.0 元/股, 给予“买入”评级。

图35: 公司历史估值



资料来源: wind、浙商证券研究所

表14: 公司与同行估值

公司简称	最新价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
科前生物	22.81	119.72	0.76	0.90	1.17	1.41	22.71	21.88	16.14	13.83
瑞普生物	18.75	98.05	0.76	0.88	1.12	1.33	24.82	21.24	16.72	14.09
普莱柯	27.72	95.53	0.41	0.62	0.81	1.05	66.84	44.85	34.34	26.30
中牧股份	11.73	129.99	0.44	0.55	0.69	0.85	26.64	21.41	16.96	13.82
均值			0.59	0.74	0.95	1.16	35.25	27.34	21.04	17.01
生物股份	9.11	102.00	0.34	0.27	0.40	0.50	26.84	33.71	22.86	18.24

资料来源: wind、浙商证券研究所

5 风险提示

- (1) **下游景气度恢复不及预期。** 下游养殖对动保产品的需求与其盈利水平相关度较高, 当养殖端景气较差时会降低对动保产品的使用, 导致动保企业销售收入及净利润出现下滑的风险。
- (2) **行业竞争继续恶化。** 公司主要产品均有竞争者参与, 若同行继续加大价格竞争以获取市场份额, 公司则有丢失市场份额或毛利率继续降低的风险。
- (3) **公司新品推广不及预期。** 公司持续有新疫苗产品推出, 若市场反馈不及预期, 将影响公司营收增长。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2761	3256	3354	3678
现金	1334	1559	1539	1709
交易性金融资产	184	499	441	374
应收账款	743	711	841	997
其它应收款	38	42	46	56
预付账款	10	13	11	14
存货	318	380	410	444
其他	135	52	66	84
非流动资产	3843	3761	4223	4554
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	268	267	267	267
固定资产	1685	1945	2179	2339
无形资产	388	355	332	312
在建工程	129	274	429	532
其他	1373	920	1016	1103
资产总计	6604	7018	7577	8232
流动负债	689	753	813	900
短期借款	0	0	0	0
应付款项	347	410	424	474
预收账款	0	33	14	22
其他	342	310	376	404
非流动负债	355	281	324	320
长期借款	0	0	0	0
其他	355	281	324	320
负债合计	1044	1034	1137	1220
少数股东权益	288	293	301	311
归属母公司股东权	5272	5690	6139	6701
负债和股东权益	6604	7018	7577	8232

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	533	915	456	516
净利润	389	310	457	572
折旧摊销	191	158	183	204
财务费用	(40)	(21)	(23)	(24)
投资损失	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(217)	113	(43)	(118)
其它	217	362	(111)	(111)
投资活动现金流	(548)	(832)	(493)	(371)
资本支出	(93)	(523)	(528)	(424)
长期投资	2	(2)	1	0
其他	(457)	(306)	34	52
筹资活动现金流	(123)	142	17	25
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(123)	142	17	25
现金净增加额	(138)	225	(20)	170

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1776	1532	1954	2311
营业成本	677	702	775	865
营业税金及附加	25	20	27	33
营业费用	367	297	380	454
管理费用	135	124	154	183
研发费用	166	117	158	190
财务费用	(40)	(21)	(23)	(24)
资产减值损失	53	(26)	2	11
公允价值变动损益	(3)	(3)	(3)	(3)
投资净收益	6	6	6	6
其他经营收益	17	13	16	15
营业利润	415	337	498	618
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	413	335	497	617
所得税	24	26	40	44
净利润	389	310	457	572
少数股东损益	7	5	8	10
归属母公司净利润	382	304	449	562
EBITDA	585	472	656	796
EPS (最新摊薄)	0.34	0.27	0.40	0.50

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	12.29%	-13.75%	27.52%	18.29%
营业利润	-18.10%	-18.81%	47.94%	24.07%
归属母公司净利润	-12.07%	-20.40%	47.47%	25.31%
获利能力				
毛利率	61.88%	54.19%	60.32%	62.56%
净利率	21.90%	20.21%	23.37%	24.76%
ROE	7.06%	5.27%	7.22%	8.36%
ROIC	7.02%	5.08%	7.09%	8.20%
偿债能力				
资产负债率	15.80%	14.74%	15.01%	14.82%
净负债比率	0.06%	0.83%	0.27%	0.33%
流动比率	4.01	4.32	4.12	4.09
速动比率	3.54	3.82	3.62	3.59
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.22	0.27	0.29
应收账款周转率	2.66	2.20	2.67	2.62
应付账款周转率	2.01	1.87	1.87	1.94
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.27	0.40	0.50
每股经营现金	0.47	0.81	0.40	0.46
每股净资产	4.68	5.05	5.45	5.95
估值比率				
P/E	26.84	33.71	22.86	18.24
P/B	1.95	1.80	1.67	1.53
EV/EBITDA	29.40	18.02	13.08	10.66

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>