

生物股份 (600201. SH) 深度报告：苦练内功，行业龙头迎来改善拐点

评级：买入(维持)

程一胜(证券分析师)

S0350521070001

chengys01@ghzq.com.cn

熊子兴(证券分析师)

S0350522100002

xiongzx@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
生物股份	-16.3%	-29.9%	-30.4%
沪深300	-3.8%	-2.7%	-10.1%

市场数据

2024/07/09

当前价格 (元)	6.67
52周价格区间 (元)	6.50-11.03
总市值 (百万)	7,472.86
流通市值 (百万)	7,472.86
总股本 (万股)	112,036.92
流通股本 (万股)	112,036.92
日均成交额 (百万)	120.38
近一月换手 (%)	1.43

相关报告

《生物股份 (600201) 2023年年报及2024年一季报点评: 盈利能力提升, 研发投入步入收获期 (买入)*动物保健 II *程一胜, 熊子兴》——2024-04-29

《生物股份 (600201) 2023年三季报点评: Q3业绩持续增长, 在研产品取得新进展 (买入)*动物保健 II *程一胜, 熊子兴》——2023-11-04

《生物股份 (600201) 2023年半年报点评报告: 经营业绩稳步增长, 研发实力不断增强 (买入)*动物保健 II *程一胜, 熊子兴》——2023-08-25

- ◆ 生物股份成立于1993年，经过三十多年的发展已经成长为国内动物保健领域的龙头企业。公司产品线涵盖猪、禽、反刍和宠物类四大细分领域，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生产资质。根据中国兽药协会发布的《兽药产业发展报告》（2021年度），公司2021年兽用生物制品国内市场占有率位居第二；猪用生物制品国内市场占有率位居行业第二。
- ◆ 猪用疫苗产品结构优化，盈利能力走出低谷。猪用疫苗是公司第一大业务板块，2022年猪苗收入占比57.8%。受口蹄疫疫苗市场竞争加剧的影响，2020-2022年公司猪用疫苗毛利率出现了一定程度的下滑。随着猪用疫苗业务产品结构改善，特别是以猪圆环系列疫苗为代表的高毛利产品收入占比提升，公司2023年毛利率回升至59.2%。公司多款新产品有望上市，预计毛利率仍有上行空间。
- ◆ 反刍疫苗市场潜力大，公司发展反刍疫苗优势明显。根据中国兽药协会公布的数据，2022年国内反刍疫苗市场空间约为19亿元。在国家产业政策的支持下，国内肉牛肉羊养殖规模化程度有望提升，这将有效推动国内反刍疫苗市场空间扩容。近年来布鲁氏菌病在畜间和人间发病率呈现走高趋势，2022年以来农业农村部先后出台了一系列政策要求加强布鲁氏菌病等重点人畜共患病防治。根据《畜间布鲁氏菌病防控五年行动方案（2022-2026年）》的要求，到2026年，全国畜间布病总体流行率有效降低，牛羊群体健康水平明显提高，个体阳性率控制在0.4%以下，群体阳性率控制在7%以下。我们认为未来在布病疫苗渗透率提升以及疫苗单价提高的背景下，国内布病疫苗市场将迎来快速增长期。截至2022年底，公司反刍疫苗收入占比达到25.7%，2023年上半年，进一步提升至30.8%。根据中国兽药协会公布的数据，2020年至2022年公司布病疫苗批签发批次均位居全国前三，2020年至2022年公司牛二联疫苗批签发批次均位居全国第一。
- ◆ 坚持创新驱动，研发投入步入收获期。2020-2023年，公司持续加大研发投入，连续四年研发支出总额保持在2亿元以上，研发支出总额/营业收入保持在13%以上，领跑同行。2023年公司获得布鲁氏菌病活疫苗（Rev.1株）、猪支原体肺炎灭活疫苗（ZY株）2项新兽药注册证书。2024年4月，公司猪瘟基因工程亚单位疫苗（CHO-133D）取得新兽药证书。2024年6月，公司猫泛白细胞减少症、鼻气管炎、杯状病毒病三联灭活疫苗（FP/15株+FH/AS株+FC/HF株）通过应急评价。截至2023年底，公司猪口蹄疫VLP疫苗、猪伪狂犬基因缺失灭活疫苗、塞内加灭活疫苗、猪细小病毒基因工程灭活疫苗、牛支原体活疫苗、牛A型梭菌灭活疫苗、新流腺三联灭活疫苗、新流法腺四联灭活疫苗、布病S19疫苗等分别进入新兽药注册阶段。
- ◆ 盈利预测与投资评价：我们预计2024-2026年，公司营业收入分别为18.29、20.67、23.56亿元，同比分别增长14.43%、12.99%、13.99%；归母净利润分别为3.55、4.77、5.85亿元，同比分别增长25.09%、34.52%、22.55%；对应PE分别为21.1/15.7/12.8倍。基于行业景气度回升，以及公司产品结构改善，新产品逐步上市，维持“买入”评级。
- ◆ 风险提示：猪价大幅下行风险；行业竞争加剧风险；新产品研发不及预期；新产品销售不及预计；重大动物疫病风险。

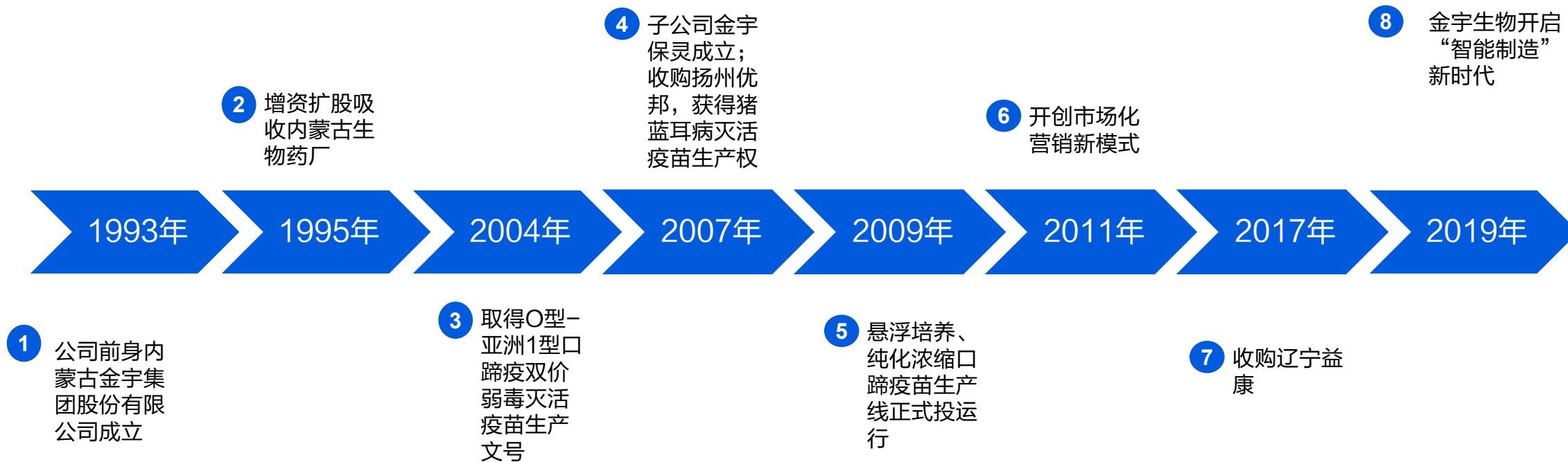
- 一、深耕动物疫苗领域，产品矩阵丰富
- 二、猪用疫苗产品结构优化，行业景气度回升
- 三、反刍疫苗将成为新的利润增长点
- 四、禽用疫苗业务承压，聚焦重点产品提质增效
- 五、坚持创新驱动，研发投入步入收获期
- 六、盈利预测与投资评级
- 七、风险提示

一、深耕动物疫苗领域，产品矩阵丰富

1.1 积淀深厚，专注兽用疫苗领域

■ 生物股份成立于1993年，经过三十多年的发展已经成长为国内动物保健领域的龙头企业，公司产品线涵盖猪、禽、反刍和宠物类四大细分领域，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生产资质。根据中国兽药协会发布的《兽药产业发展报告》（2021年度），公司2021年兽用生物制品国内市场占有率位居第二；猪用生物制品国内市场占有率位居行业第二。

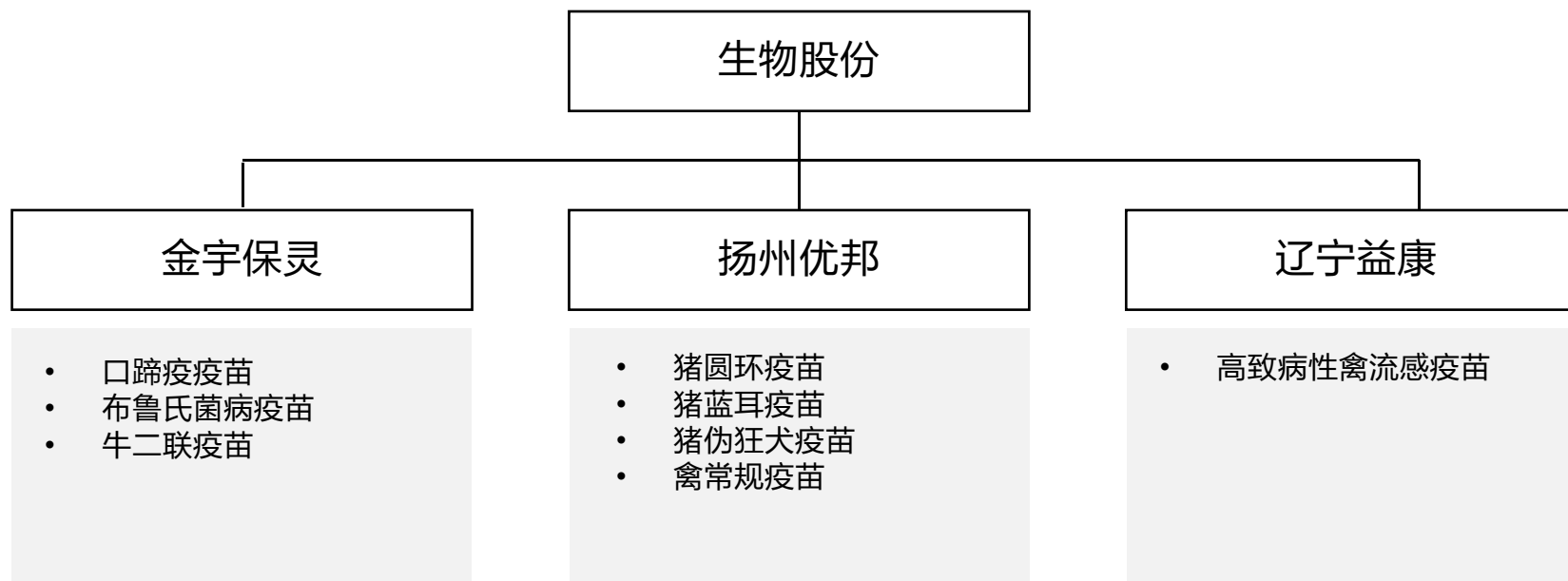
图表1：公司发展历程



1.1 积淀深厚，专注兽用疫苗领域

- 公司拥有金宇保灵、扬州优邦和辽宁益康三大动物疫苗智能制造生产基地，产品聚焦预防口蹄疫、猪圆环病、猪繁殖与呼吸综合征、高致病性禽流感、布鲁氏菌病等农业农村部认定的一、二、三类动物疫病，可满足国内绝大多数养殖场目前重点流行、常见疾病的防疫需求。
- 公司是国内首家采用悬浮培养技术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。口蹄疫疫苗市场份额连续多年位居国内动物疫苗行业第一。

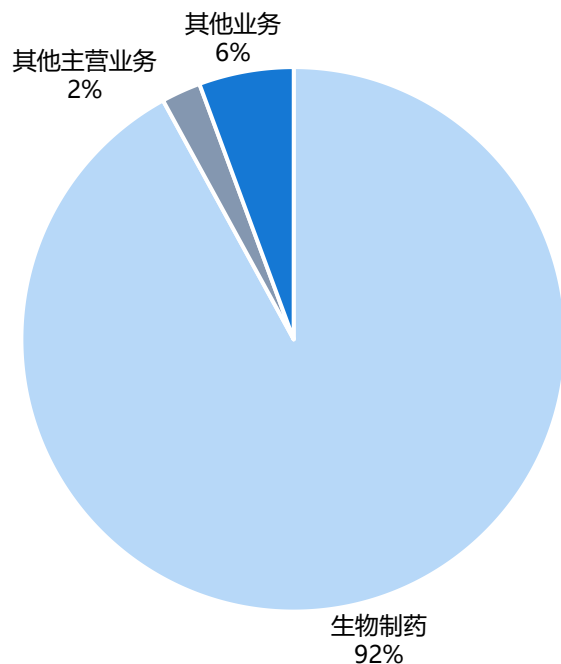
图表2：公司主要生产基地



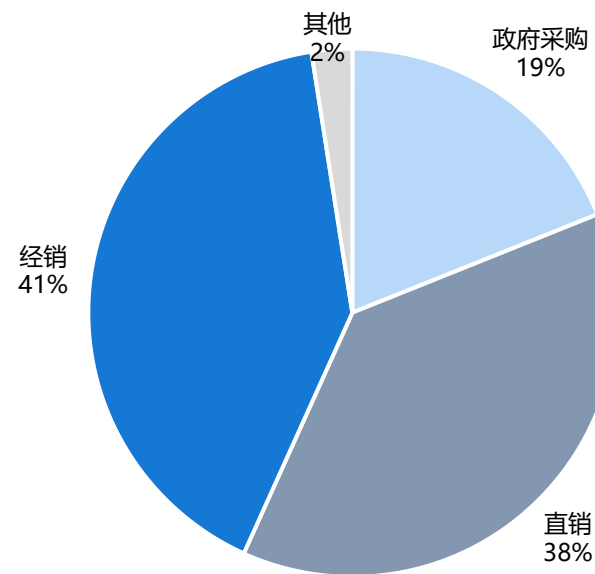
1.1 积淀深厚，专注兽用疫苗领域

- 2023年公司主营业务实现收入15.98亿元，其中生物制药业务占比达到92.0%。公司采取“政府采购+直销+经销”相结合的销售模式，实现对不同客户的覆盖。公司以市场化销售为主，2023年直销加经销占主营业务收入的比重达到78.6%。

图表3：2023年公司主营业务收入结构



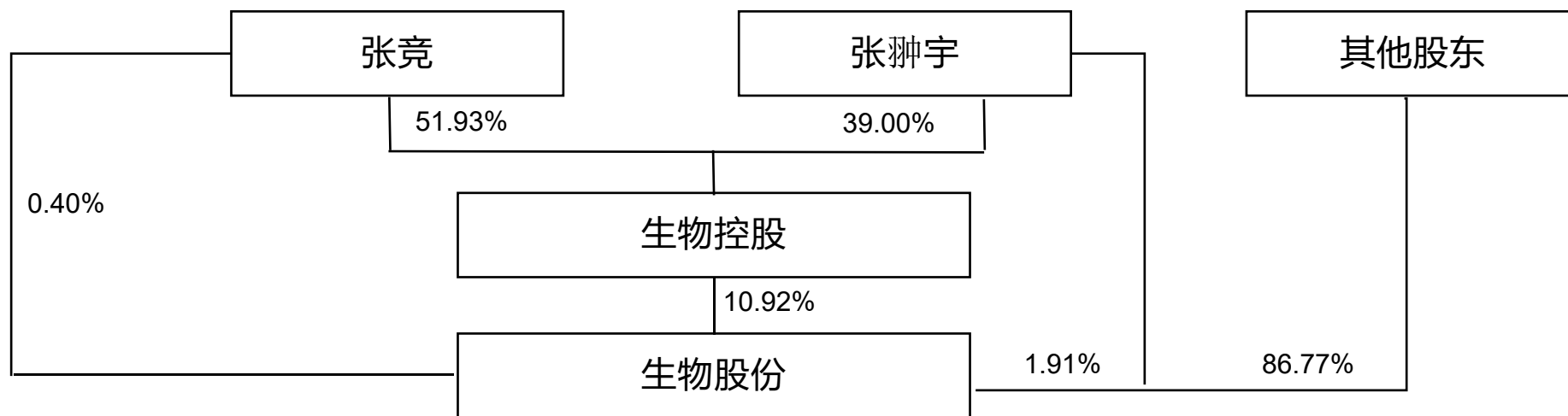
图表4：2023年公司各销售渠道占比



1.2 公司治理结构完善，股权激励绑定员工与公司利益

- 截至2023年12月31日，公司股权结构较为分散，不存在控股股东、实际控制人。公司第一大股东为内蒙古金宇生物控股有限公司，持有公司10.92%的股份。董事长张翀宇先生直接持有公司1.91%的股份，副董事长兼总裁张竞女士直接持有公司0.40%的股份。
- 2024年1月，公司公布了向特定对象发行股票证券募集说明书（二次修订稿），本次发行完毕后生物控股、张翀宇先生、张竞女士将分别持有公司12.86%、2.23%和0.77%的股份。张翀宇先生、张竞女士及生物控股将成为公司控股股东，张翀宇、张竞父女将成为公司实际控制人。
- 为吸引和保留优秀管理人才和骨干员工，绑定供管理层和利益，促进公司长期、持续、健康发展，公司2023年3月公布了员工持股计划。本次持股计划解锁设定了业绩考核目标：2023-2025年公司扣非归母净利润目标值分别不低于3亿元、4亿元和5亿元。

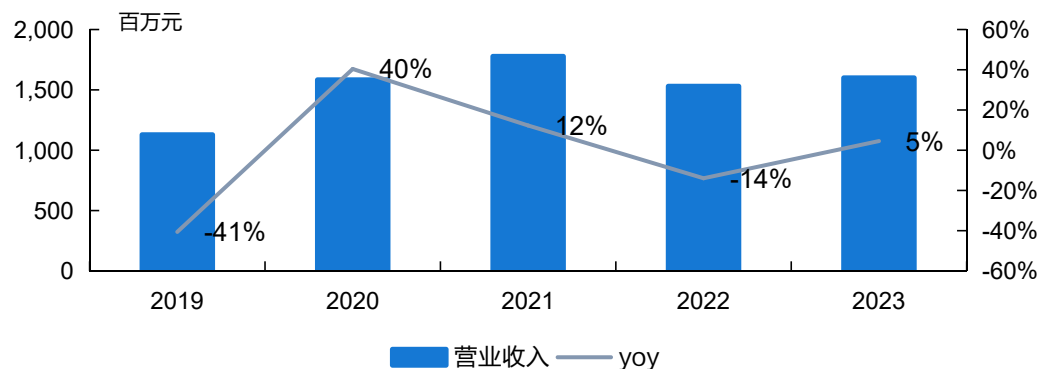
图表5：公司股权结构（截至2023年底）



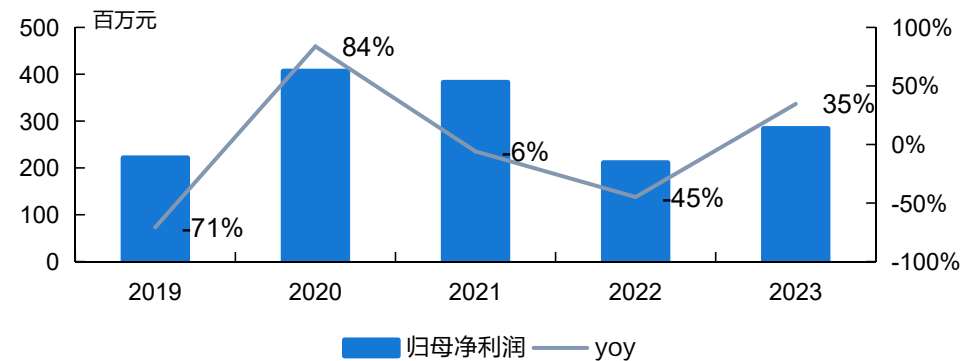
1.3 公司业绩走出低谷，盈利能力逐步修复

■ 2019-2023年公司经营业绩经历了一轮波动，2023年公司营业收入和归母净利润重回增长轨道。另一方面，公司盈利能力也出现了较为明显的修复，2023年毛利率回升至59.2%，同比增长4.0个百分点，销售净利率回升至17.3%，同比增加4.2个百分点。

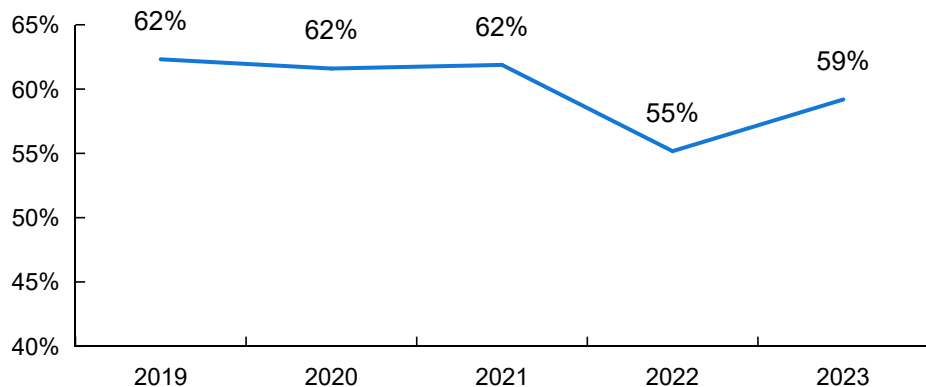
图表6：2019-2023年公司营业收入变动



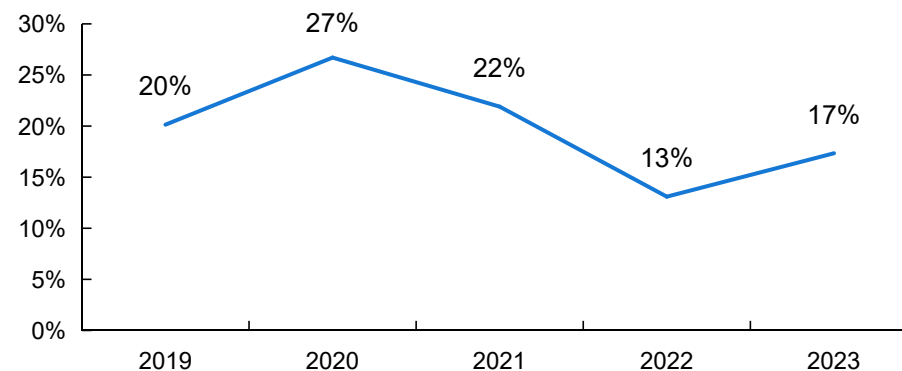
图表7：2019-2023年公司归母净利润变化



图表8：2019-2023年公司毛利率变化



图表9：2019-2023年公司净利率变化



1.3 公司业绩走出低谷，盈利能力逐步修复

■ 2023年，在下游养殖行业持续低迷，养殖企业深度亏损的不利局面下，公司深化推进研发-生产-销售“铁三角”协同联动机制，发挥自身全品类疫苗优势，形成以口蹄疫疫苗为基础，多个产品共同增长的模式。猪用疫苗方面，立足口蹄疫疫苗龙头地位，发力非口蹄疫产品的增长，打造一针三防、圆支蓝等产品解决方案，培育圆环、圆支二联、蓝耳等大单品；反刍疫苗方面，构建布病防控专家形象，形成差异化竞争优势，持续扩大反刍疫苗行业领先优势；禽用疫苗方面，推动内部资源高效整合，形成优势竞争策略和打法，聚焦重点产品提质增效；宠物疫苗方面，加速新产品注册，推动扩品计划，建立渠道体系。公司以综合疫病防控解决方案进行差异化营销，提升产品市场占有率，增加抗风险及周期的能力，公司业绩逆势增长，整体经营情况持续趋势性向好。

图表10：一针三防组合免疫对比效果

	组合免疫组	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

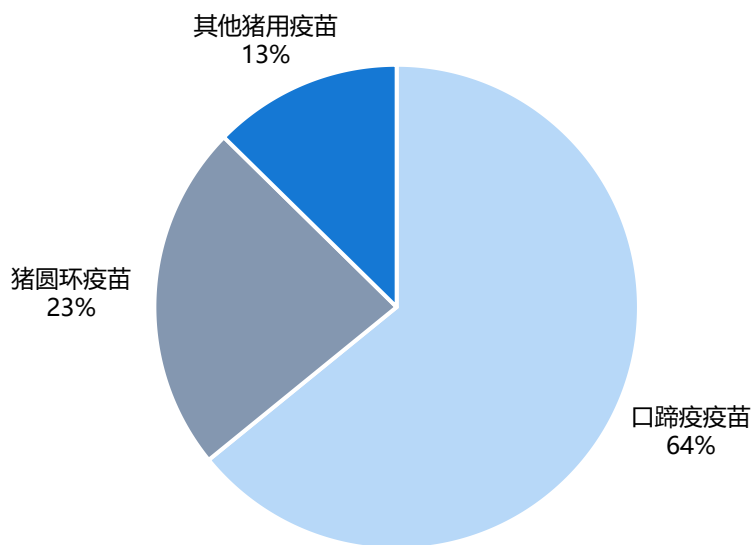
每头猪多赚29.4元 (0.98*30元/kg)

二、猪用疫苗结构优化，行业景气度回升

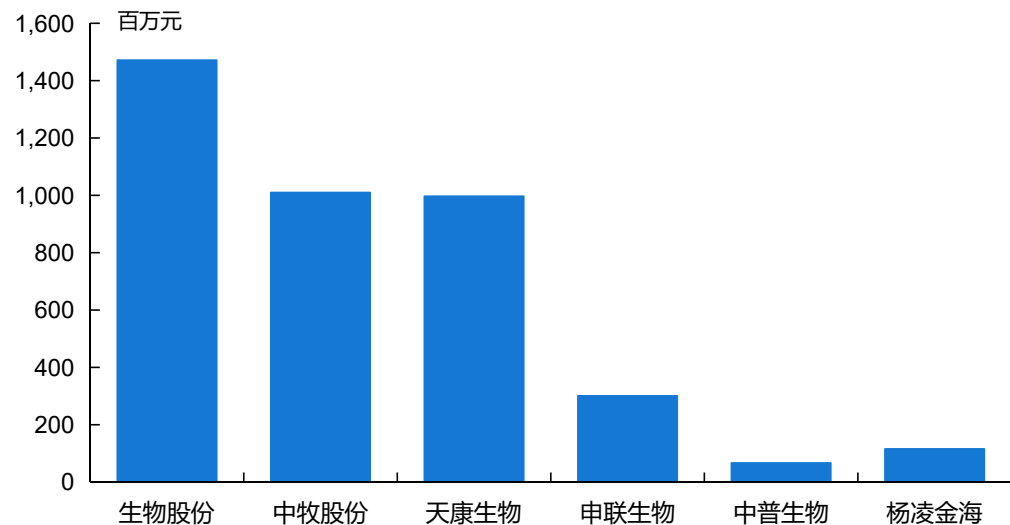
2.1 口蹄疫疫苗地位稳固，猪圆环疫苗收入快速增长

- 猪口蹄疫疫苗是公司最大的猪用疫苗产品。2022年，公司猪口蹄疫疫苗销售收入5.50亿元，占当年猪用疫苗销售收入的64.1%；圆环疫苗（包括圆支二联）销售收入1.08亿元，占比12.6%。公司主力产品猪口蹄疫O型、A型二价灭活疫苗（Re-O/MYA98/JSCZ/2013株+Re-A/WH/09株）可用于预防猪O型、A型口蹄疫，具有免疫原性好，免疫持续时间长等优势。
- 根据国家兽药基础数据库公布的数据，截至2024Q1，国内共有10家企业取得了口蹄疫疫苗的生产批准文号。公司是国内首家突破口蹄疫疫苗细胞悬浮培养技术和抗原纯化浓缩技术的动保企业，2020年至2022年口蹄疫批签发批次均位居全国前三。

图表11：2022年公司猪用疫苗产品结构



图表12：2023年主要口蹄疫疫苗生产企业生物制品业务收入



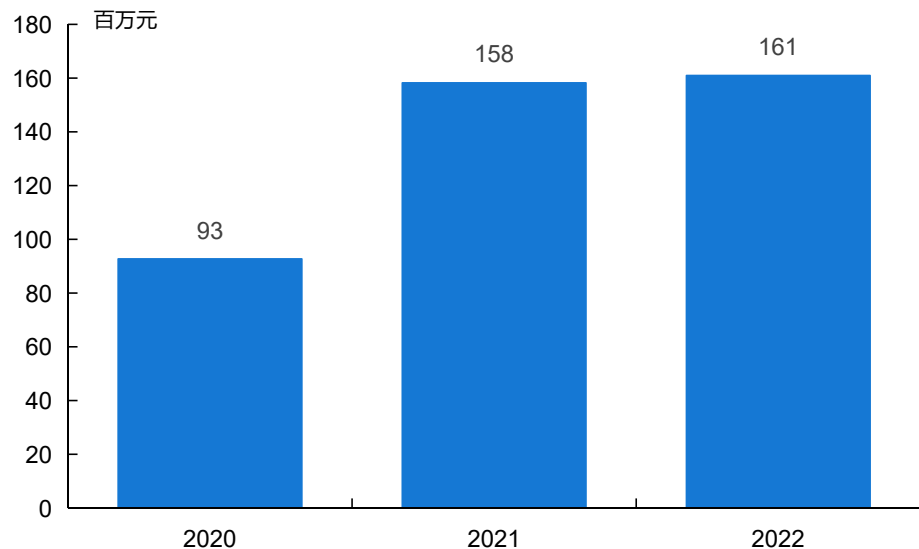
2.1 口蹄疫疫苗地位稳固，圆环疫苗收入快速增长

- 2015年，公司取得猪圆环病毒2型杆状病毒载体灭活疫苗（CP08株）灭活疫苗生产文号。该疫苗采用领先的重组杆状病毒—昆虫细胞基因工程表达技术，是国内首创的基因工程亚单位疫苗，填补了国内空白。2022年，公司取得猪圆环病毒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）生产文号。新产品上市后，公司圆环疫苗产品实力大幅提升。2020-2022年，公司圆环疫苗（不包括圆支二联苗）销售收入0.93亿元增长至1.61亿元，年复合增速达到31.8%。2022年，圆支二联上市当年实现销售收入0.38亿元。2022年公司圆环系列疫苗收入体量在猪用疫苗中仅次于口蹄疫疫苗，达到23.2%。
- 根据新猪派公众号公布的数据，相比2022年，2023年圆环疫苗批签发头份数（包括国产和进口），二联苗（包括圆支和圆副等其他二联苗）占比从15.6%提升至16.7%，基因工程单苗（嵌合体、杆状病毒载体和亚单位疫苗）占比从37.1%上升至39.7%，传统全病毒灭活疫苗占比从47.25%下降至43.59%。2023年公司圆支二联苗销量同比增长109.3%。

图表13：圆环疫苗技术发展路径



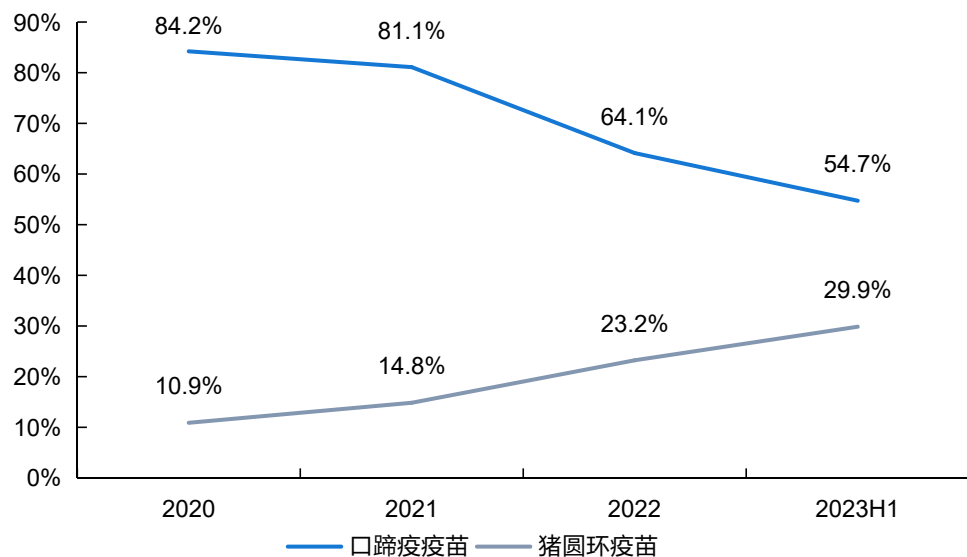
图表14：2020-2022年圆环疫苗销售收入



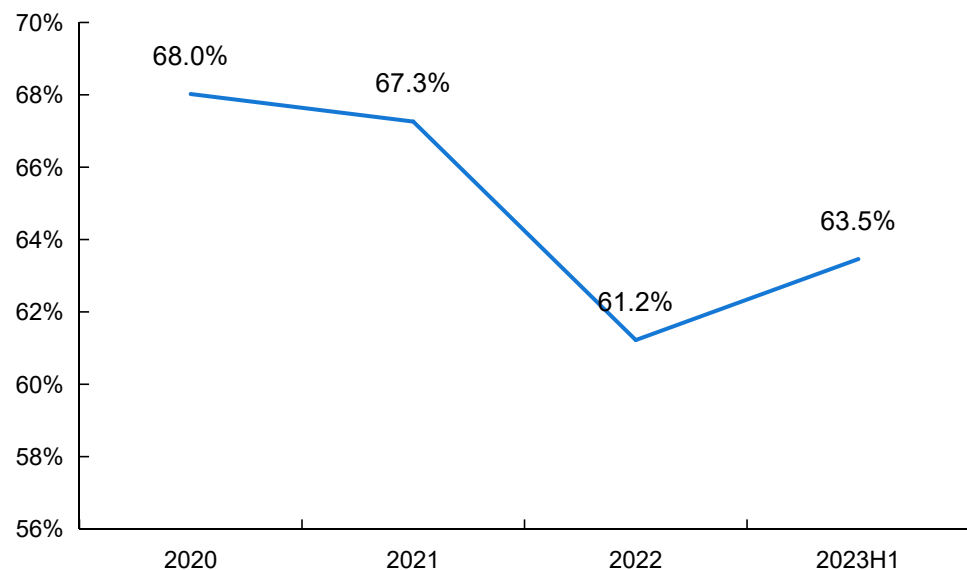
2.1 口蹄疫疫苗地位稳固，圆环疫苗收入快速增长

- 《国家动物疫病强制免疫指导意见(2022-2025年)》要求在2025年年底前逐步全面停止政府采购强制免疫疫苗。公司立足口蹄疫疫苗龙头地位，发力非口蹄疫产品的增长，培育圆环、圆支二联、蓝耳等大单品，推动公司猪用疫苗的稳步增长。
- 2020-2023H1公司口蹄疫疫苗收入占比持续下降，猪圆环疫苗的收入占比快速提升。同时，随着高毛利率的圆环苗收入占比增加，公司猪用疫苗毛利率已经走出低谷。2023H1猪用疫苗毛利率回升至63.5%。

图表15：2020-2023H1年主要猪用疫苗收入占比



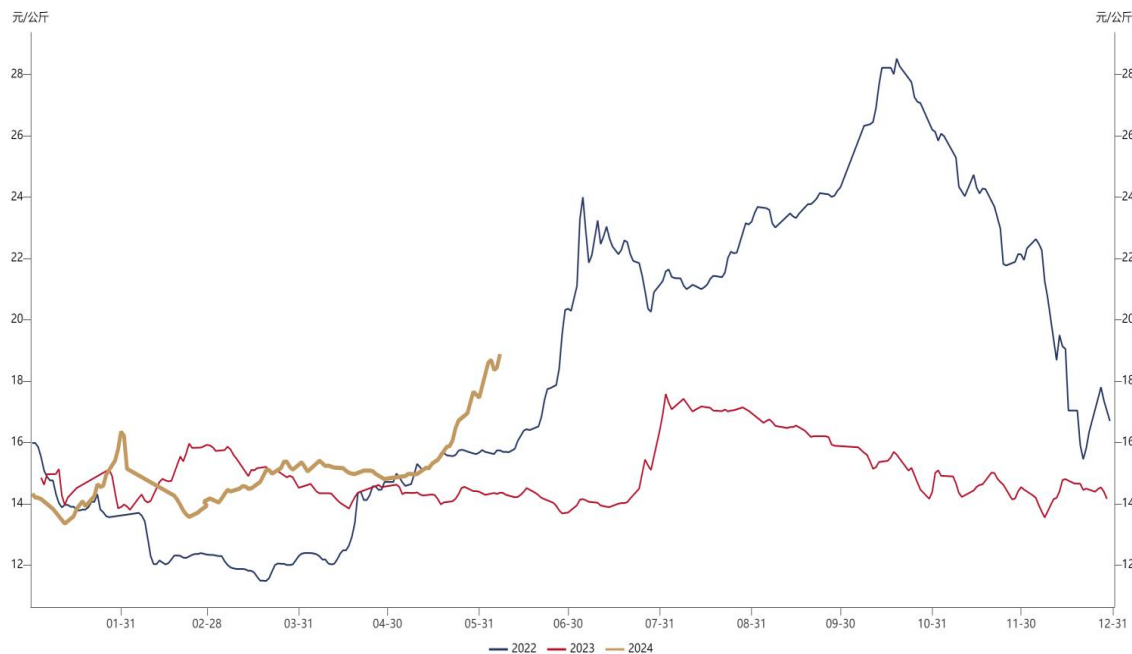
图表16：2020-2023H1公司猪用疫苗毛利率变化



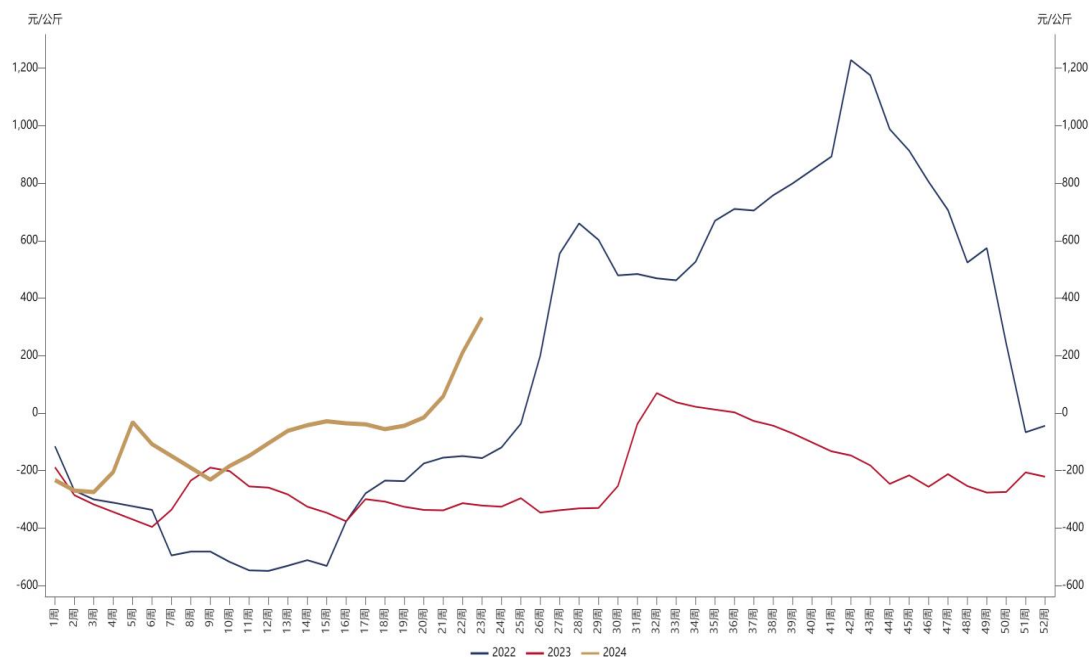
2.2 猪价中枢上移，行业景气度回升

- 2023年1月-2024年4月，国内能繁母猪存栏量保持下行趋势。受供需格局改善的影响，2024年1月中旬，全国商品猪价触底反弹，截至2024年6月8日，生猪价格达到18.88元/公斤，高于2022年及2023年同期水平。
- 今年5月底，自繁自养生猪头均盈利由负转正。截至2024年6月7日，自繁自养生猪头均盈利332.6元。我们认为下游生猪养殖行业盈利，有望带动上游动保行业景气度回升。

图表17：2022-2024年生猪价格走势
(截至2024年6月8日)



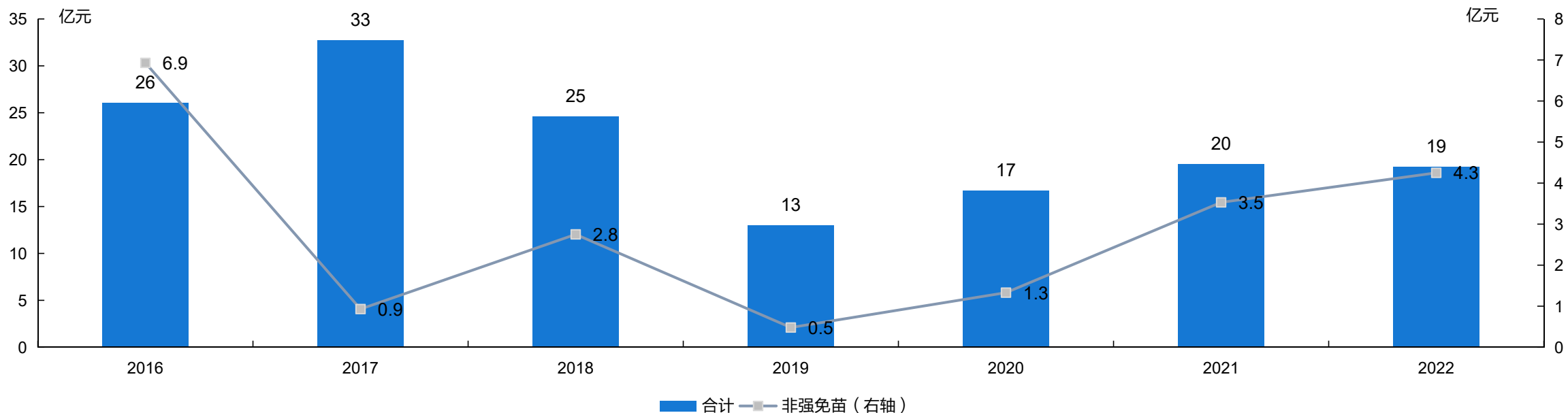
图表18：2022-2024年自繁自养生猪头均盈利
(截至2024年6月7日)



三、反刍疫苗将成为新的利润增长点

3.1 反刍疫苗市场规模仍有较大增长空间

图表19：2016-2022年牛羊疫苗市场规模



- 根据中国兽药协会公布的数据，2022年国内反刍疫苗市场规模19亿元。从内部结构来看，2022年，反刍用强制免疫疫苗占比达到77.9%。2019年之后，牛羊非强制免疫疫苗销售收入快速增长。
- 根据国家统计局公布的数据，2014-2023年全国牛羊存栏量呈现稳步增长趋势。截至2023年底，全国牛存栏量达到1.05亿头，羊存栏量达到3.22亿只。全国肉牛养殖区域主要集中在西南和西北地区。

3.1 反刍疫苗市场规模仍有较大增长空间

- 国内牛羊传染病种类繁多，严重危害畜牧业发展。根据农业农村部公布的《一、二、三类动物疫病病种名录》，口蹄疫、牛传染性胸膜肺炎、小反刍兽疫等为一类传染病。
- 按照农业农村部印发的《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022-2025年）》的规定，对牛羊传染病中的口蹄疫、小反刍兽疫、布鲁氏菌病和包虫病实施强制免疫。

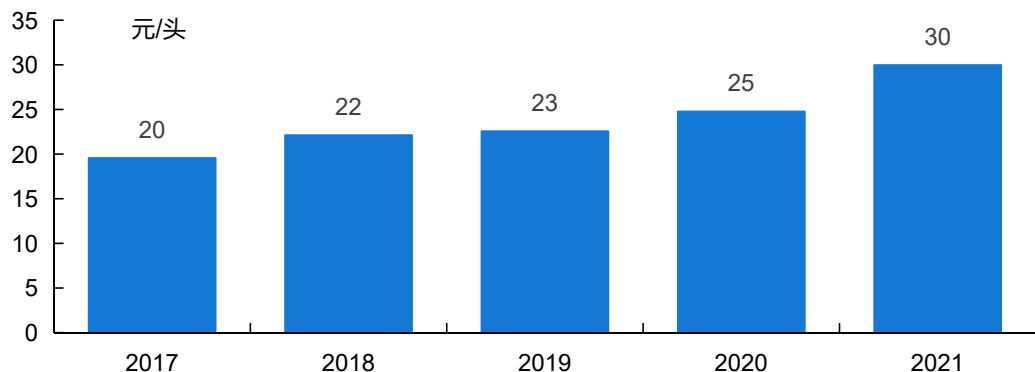
图表20：常见牛羊传染病

疫病分类	疫病名称	免疫对象	是否政采	免疫要求
一类	口蹄疫	猪、牛、羊等	是	对全国所有牛、羊进行O型和A型口蹄疫免疫
	牛海绵状脑病	牛	否	-
	牛传染性胸膜肺炎	牛	否	-
	小反刍兽疫	羊	是	对全国所有羊进行小反刍兽疫免疫
二类	牛结节性皮肤病	牛	否	-
	布鲁氏菌病	牛、羊	是	对种畜以外的牛羊进行布鲁氏菌病免疫,种畜禁止免疫
	炭疽	牛、羊	否	-
	牛传染性鼻气管炎	牛	否	-
	牛结核病	牛	否	-
	绵羊痘和山羊痘	羊	否	-
	山羊传染性胸膜肺炎	羊	否	-
三类	牛病毒性腹泻	牛	否	-
	巴氏杆菌病	牛、羊等	否	-
	溶血性曼氏杆菌病	牛、羊等	否	-
	山羊关节炎/脑炎	羊	否	-

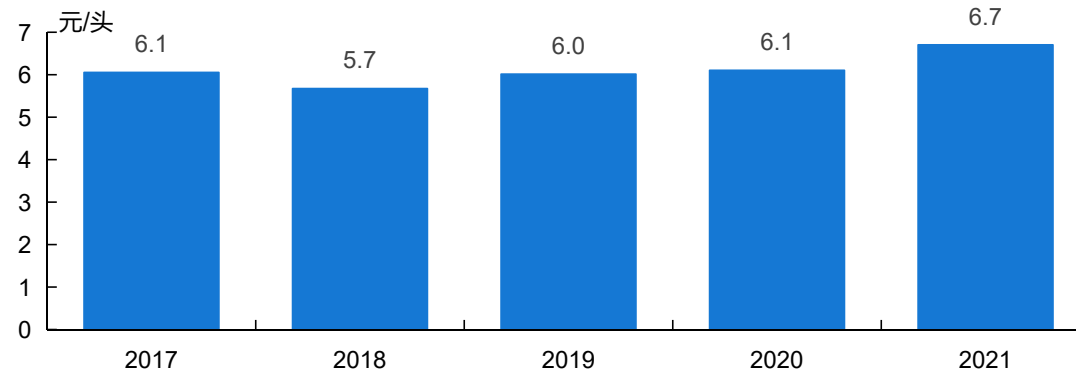
3.1 反刍疫苗市场规模仍有较大增长空间

■ 根据肉牛牦牛产业技术体系办公室披露的数据显示，2021年，国内1000头以上规模化养殖（不区分繁育和育肥）牧场的总存栏数仅占全国存栏数的4.1%，肉牛规模化养殖还处于起步阶段。根据中国畜牧业协会羊业分会公布的数据，国内肉羊规模化养殖呈持续增长态势，小规模散户养殖加速退出，年出栏100只以下的养殖规模比例2010-2019年下降17.8%。2015年后规模化养殖模式逐渐形成。如果以奶牛为例，可以发现头均医疗防疫费用与养殖规模成正比。

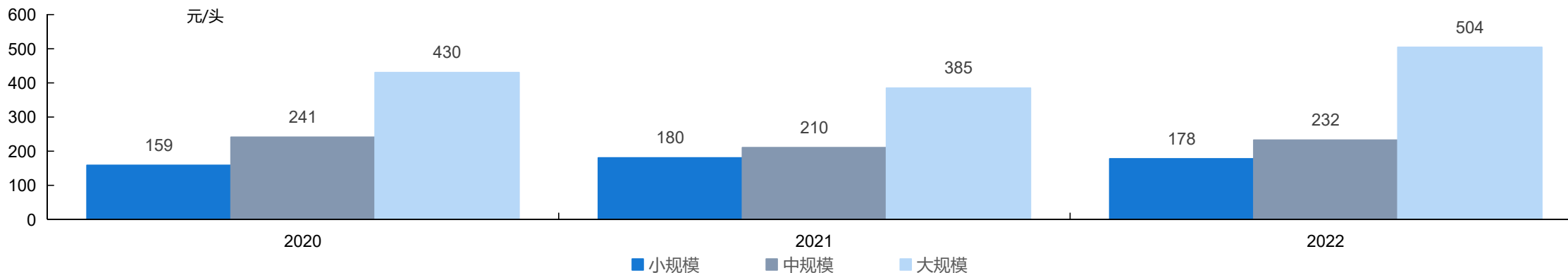
图表21：2017-2021年国内散养肉牛头均医疗防疫费用



图表22：2017-2021年国内散养肉羊头均医疗防疫费用



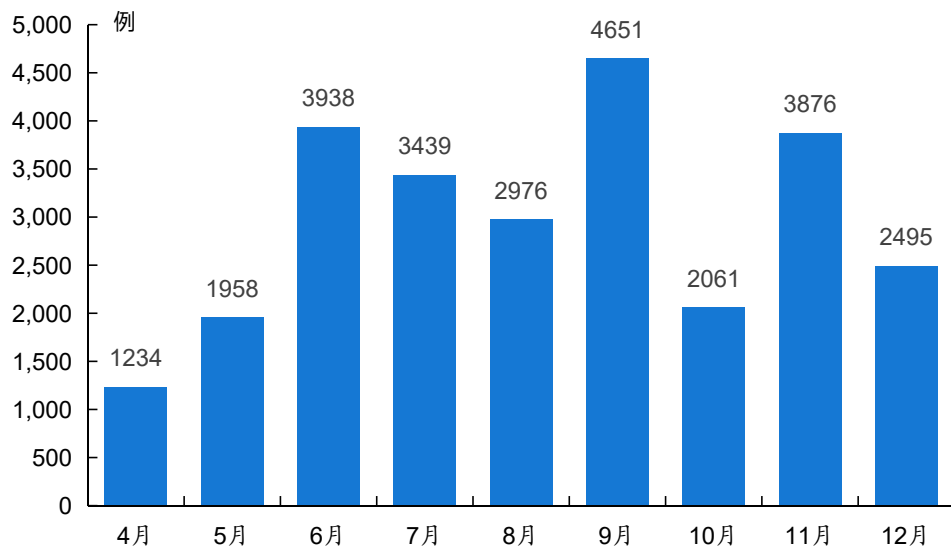
图表23：2020-2022年国内不同规模奶牛头均医疗防疫费用



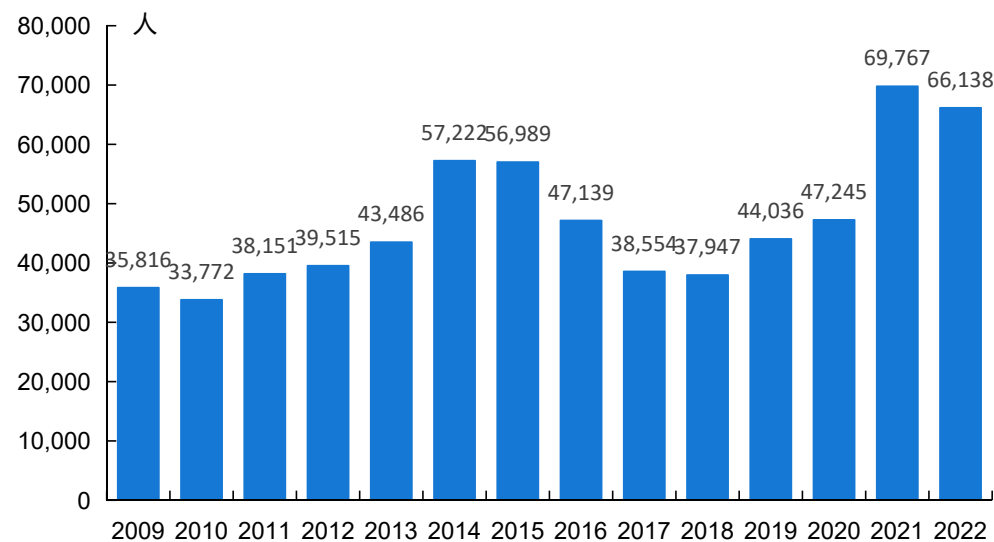
3.2 布鲁氏菌病疫苗有望量价齐增

- 布鲁氏菌病是由布鲁氏菌引起的一种人畜共患病，牛羊猪等多种家养动物和野生动物以及人均易感。该病主要影响动物生殖系统，导致流产、不孕和关节炎等，妊娠母牛流产率可达80%或更高。感染动物是人布病的唯一传染源。我国近年来人间布病呈高发态势，2021年报告病例数为6,9767人，达历史新高。控制动物布病是控制人间布病的关键。
- 国内布鲁氏菌病防控形势较为严峻。根据农业农村部公布的数据，2023年4-12月，报告的动物感染布病病例均在千例以上。2009-2022年间，感染布病的人呈现整体呈上升趋势。

图表24：2023年动物布鲁氏菌病月度发病数



图表25：2009-2022年布鲁氏菌病发病人数



3.2 布鲁氏菌病疫苗有望量价齐增

- 2022年以来，国家高度重视布鲁氏菌病的防控，在多个重要文件中均出现了对布鲁氏菌防控的具体表述。我们预计在国家政策的推动下，未来布鲁氏菌病疫苗的渗透率有望进一步提升。
- 此外，以布鲁氏菌基因缺失活疫苗(M5-90 Δ 26株)为代表的标记疫苗中标价格要高于传统疫苗。预计布病疫苗的价格中枢有望上移。

图表26：布鲁氏菌病防控政策

2022年6月	<p>《畜间布鲁氏菌病防控五年行动方案(2022-2026年)》</p> <p>到2026年，全国畜间布病总体流行率有效降低，牛羊群体健康水平明显提高，个体阳性率控制在0.4%以下，群体阳性率控制在7%以下</p>
2022年9月	<p>《全国畜间人兽共患病防治规划(2022-2030年)》</p> <p>强调落实习近平总书记关于“人病兽防、关口前移”的重要指示精神，明确重点防治病种方面布鲁氏菌病防控要继续坚持免疫与净化相结合的综合防治措施；牛结核病防治要以预防为主，严格落实监测净化、检疫监管、无害化处理等措施</p>
2023年3月	<p>《农业农村部关于落实党中央国务院2023年全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见》</p> <p>加强基层动物疫病防控体系建设，开展非洲猪瘟等重大动物疫病分区防控和重点人畜共患病源头防控，深入推进畜间布病防控五年行动，建设一批动物疫病净化场、无疫小区和无疫区</p>

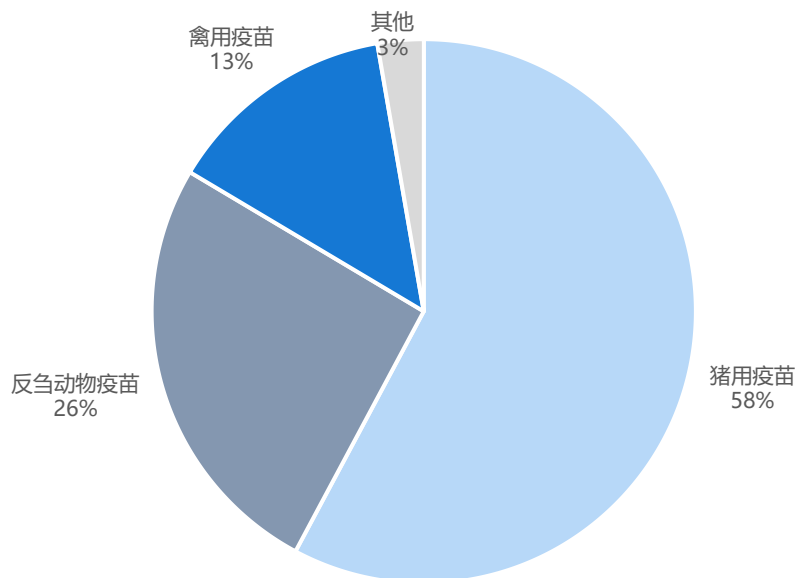
图表27：部分布鲁氏菌病疫苗产品

	接种对象	接种方式	价格(元/头份)
布鲁氏菌病活疫苗(S2株)	羊	注射、口服	0.19
布鲁氏菌病活疫苗(A19株)	牛	注射	19
布鲁氏菌病活疫苗(M5株)	羊	注射	0.27
布鲁氏菌基因缺失活疫苗(M5-90 Δ 26株)	羊	注射	2
布氏菌病活疫苗(A19- Δ VirB12株)	牛	注射	30
布鲁氏菌病活疫苗 (Rev.1株)	羊	注射	3

3.3 公司发展反刍疫苗优势明显

- 截至2022年底，公司反刍疫苗收入占比达到25.7%，仅次于猪用疫苗。2023年上半年，反刍疫苗收入占比进一步提升至30.8%。
- 公司已同时拥有口蹄疫疫苗和布鲁氏菌病疫苗两大强制免疫疫苗的生产资质。2024年5月，公司获得牛结节性皮肤病灭活疫苗（NMG株，悬浮培养）批文文号，该疫苗使用毒株与国内牛结节性皮肤病流行株基因型匹配，免疫原性好。产品上市后将进一步增强反刍疫苗的整体实力。

图表28：2022年公司营业收入结构



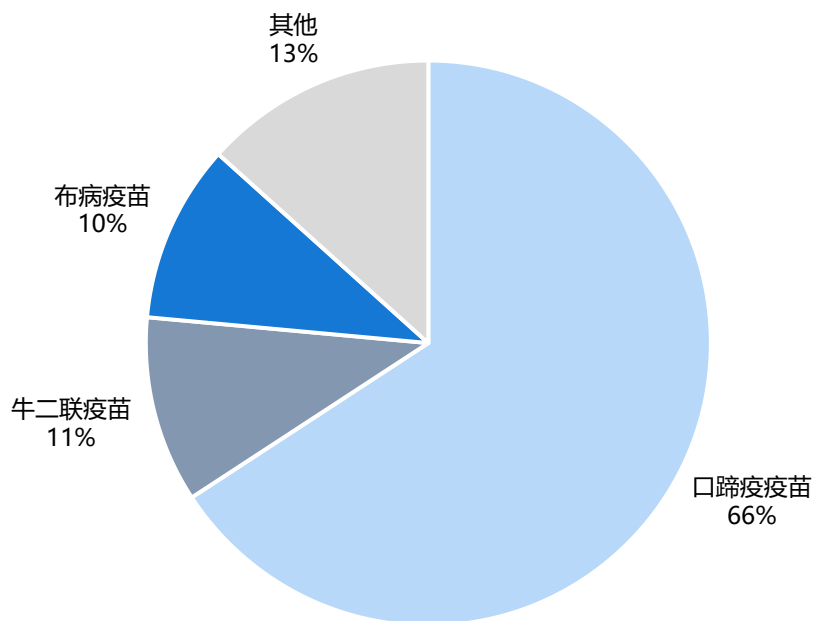
图表29：公司主要反刍疫苗

	产品特点	免疫对象
口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010 株+Re-A/WH/09株	毒株免疫原性高，应答快，抗原谱广，免疫持续时间长；低过敏原，高安全性	牛、羊
牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联灭活疫苗（NMG 株+LY 株）	高安全性；一针防“两病”	牛
布鲁氏菌基因缺失活疫苗（M5-90△26 株）	毒株匹配、安全高效、免疫高效	羊
羊快疫、猝狙、羔羊痢疾、肠毒血症、黑疫、肉毒梭菌（C 型）中毒症六联干粉灭活疫苗	安全稳定、免疫高效、全面防护：六种羊群常发梭菌病原，一针防“六病”	羊

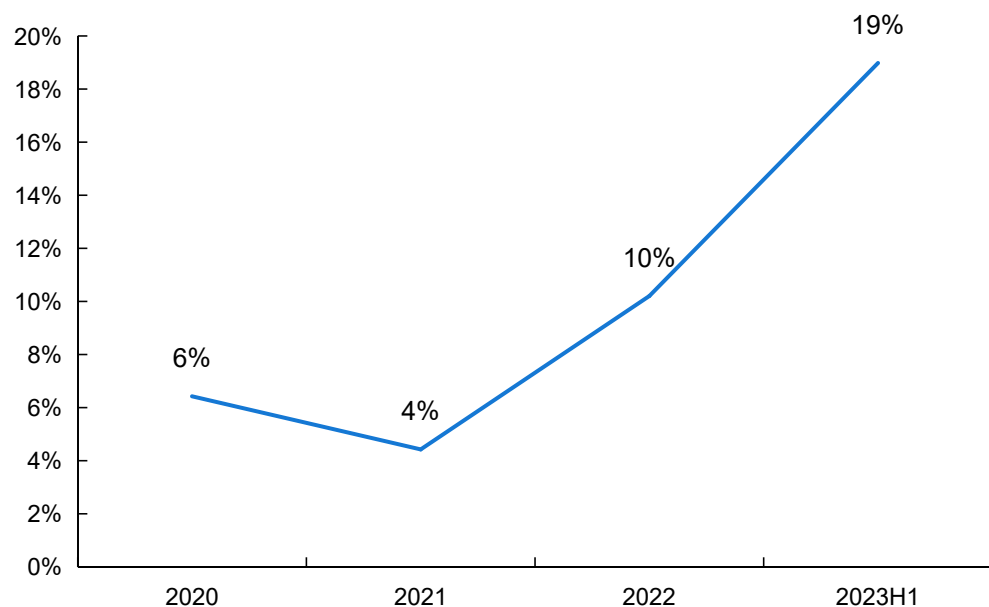
3.3 公司发展反刍疫苗优势明显

- 根据中国兽药协会公布的数据，2020年至2022年公司布病疫苗批签发批次均位居全国前三，2020年至2022年公司牛二联疫苗批签发批次均位居全国第一。2022年5月，公司新产品布鲁氏菌基因缺失活疫苗（M5-90 Δ 26株）上市销售，布病疫苗收入快速增加。2023年9月，公司另一新产品布鲁氏菌病活疫苗（Rev.1株）取得生产批文。我们预计随着新产品上市放量，公司布病疫苗收入占比有望进一步提升。

图表30：2022年公司反刍疫苗收入结构



图表31：2020-2023H1布病疫苗收入占比



四、禽用疫苗业务承压，聚焦重点产品提质增效

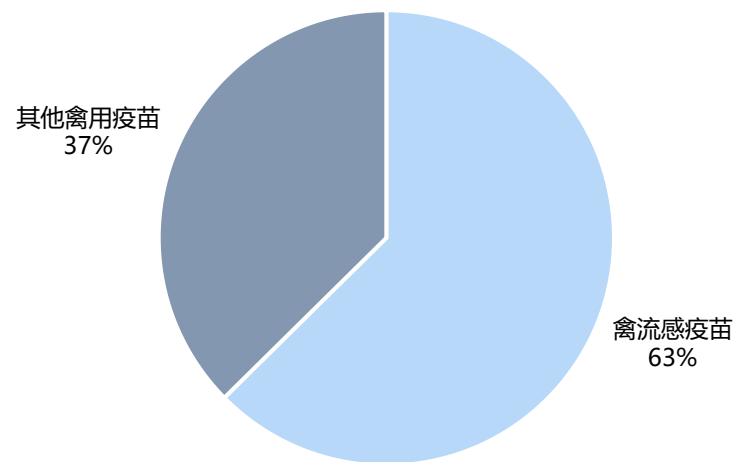
4 禽用疫苗板块承压，聚焦重大产品提质增效

- 2017年，公司收购辽宁益康生物股份有限公司后获得了高致病性禽流感疫苗的生产资格，形成了较为完善的产品矩阵。公司主要产品包括高致病性禽流感、新支流、新支减流等行业主流产品。
- 2022年，公司禽用疫苗收入2.04亿元，其中禽流感疫苗占比62.6%，非禽流感疫苗占比37.4%。

图表32：公司部分禽用疫苗产品简介

	产品特点	免疫对象
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6H5-Re13株+H5N8H5-Re14株+H7N9H7-Re4株）	毒株对型、纯化浓缩、安全高效、均一稳定	鸡、鸭、鹅
鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征、禽流感（H9亚型）四联灭活疫苗（La Sota株+M41株+-Z16株+HP株）	优选毒株、效价高、内毒素含量低、免疫应激小、吸收良好	鸡
鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感（H9亚型）三联灭活疫苗（La Sota株+M41株+HP株）	毒株优、效价高、纯化好、佐剂优、工艺精	鸡

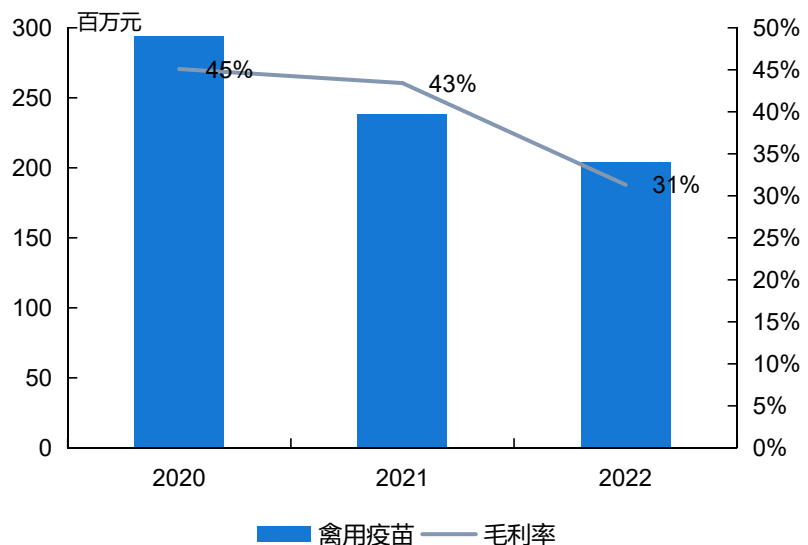
图表33：2022年公司禽用疫苗收入结构



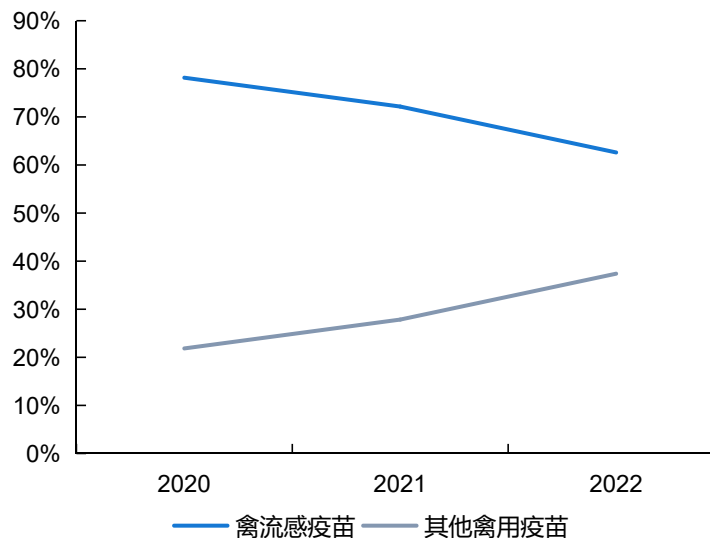
4 禽用疫苗板块承压，聚焦重点产品提质增效

- 2020-2022年，公司禽用疫苗业务承压。从产品结构来看，禽流感疫苗收入和毛利率持续下滑是主要原因。未来公司通过推动内部资源高效整合，形成竞争优势策略和打法，聚焦重点产品提质增效。

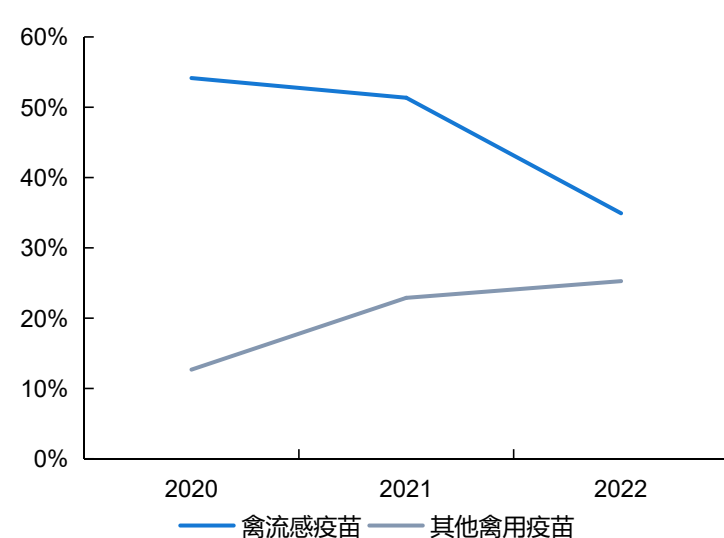
图表34：2020-2022年公司禽用疫苗收入与毛利率变动



图表35：2020-2022年公司禽流感疫苗与其他禽苗收入占比



图表36：2020-2022年公司禽流感疫苗与其他禽苗毛利率变动

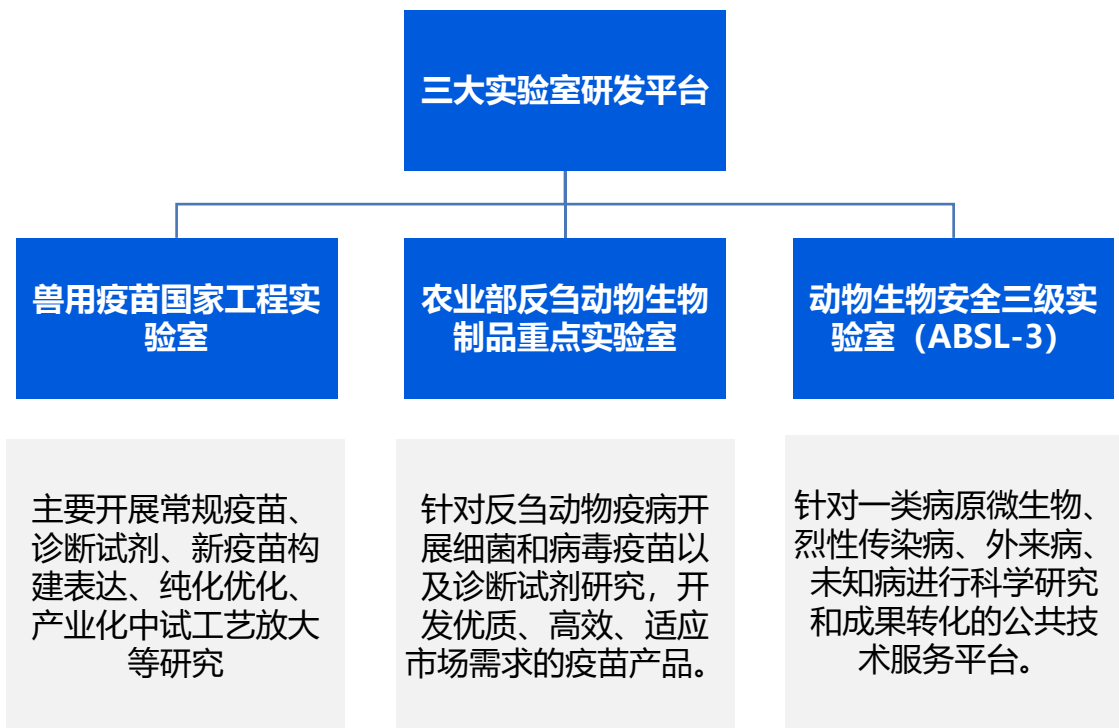


五、坚持创新驱动，研发投入步入收获期

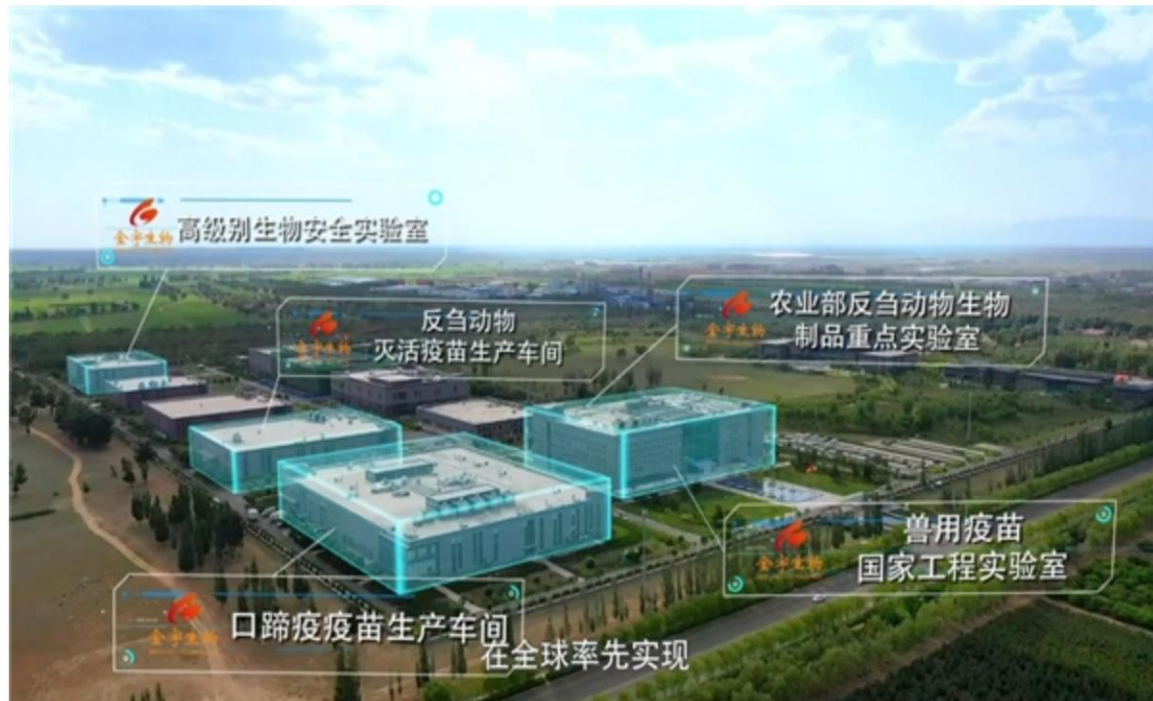
5.1 坚持创新驱动，研发投入进入收获期

- 公司研发实力强，拥有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）三大实验室。公司动物生物安全三级实验室（ABSL-3）是目前国内首家由兽药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，已获得非洲猪瘟、口蹄疫、猪瘟病毒、布氏杆菌、高致病性禽流感等病原生物活动资质。

图表37：公司三大研发平台



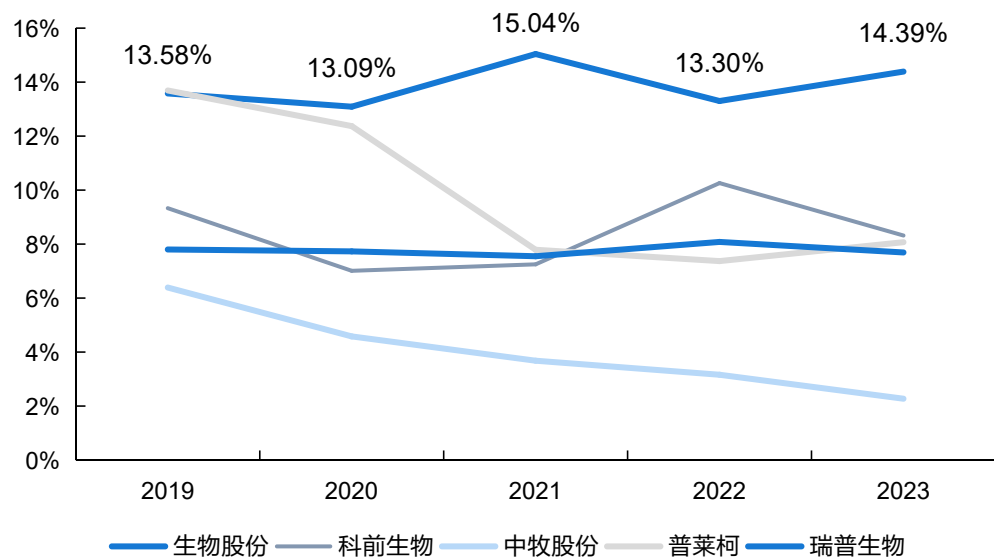
图表38：公司国际生物科技产业园



5.1 坚持创新驱动，研发投入进入收获期

- 2020-2023年连续四年公司研发支出总额保持在2亿元以上，研发支出总额/营业收入保持在13%以上，持续领跑同行。
- 2023年公司研发人员数量达到362人，占公司总人数的22.0%。研发人员中硕士及以上学历人数占比达到35.6%。公司技术平台总监李劫是中国农业大学预防兽药学博士，美国康奈尔大学群体医学与诊断科学博士后，在公司主要负责基因工程平台、mRNA疫苗平台以及非洲猪瘟项目的各项工作。

图表39：公司研发投入/营业收入保持行业较高水平



图表40：公司核心研发人员介绍

	学历/职称	简介
赵明治	军事医学科学院生物化学与分子生物学博士	目前任金宇保灵蛋白质工程实验室主任，负责集团在研兽用亚单位疫苗、治疗用生物制品、细菌疫苗和支原体疫苗的研发和管理工作
李劫	中国农业大学预防兽医学博士，美国康奈尔大学博士后	目前任金宇保灵技术平台总监，主要负责基因工程平台、mRNA疫苗平台以及非洲猪瘟项目的各项工作
关平原	博士	农业部反刍动物生物制品重点实验室主任，内蒙古农业大学兽医学院动物传染病学教授
刘国英	动物医学硕士	主持兽用疫苗国家工程实验室研发工作，在口蹄疫疫苗标准升级、悬浮、纯化、浓缩工艺提升及新产品研制、注册方面经验丰富，成果显著

5.1 坚持创新驱动，研发投入进入收获期

- 公司持续的高研发投入逐步进入收获期。2023年公司获得布鲁氏菌病活疫苗（Rev.1株）、猪支原体肺炎灭活疫苗（ZY株）2项新兽药注册证书。2024年4月，公司猪瘟基因工程亚单位疫苗（CHO-133D）取得新兽药证书；2024年6月，公司猫泛白细胞减少症、鼻气管炎、杯状病毒病三联灭活疫苗（FP/15株+FH/AS株+FC/HF株）通过应急评价。
- 截至2023年底，公司猪口蹄疫VLP疫苗、猪伪狂犬基因缺失灭活疫苗、塞内加灭活疫苗、猪细小病毒基因工程灭活疫苗、牛支原体活疫苗、牛A型梭菌灭活疫苗、新流腺三联灭活疫苗、新流法腺四联灭活疫苗、布病S19疫苗等分别进入新兽药注册阶段。

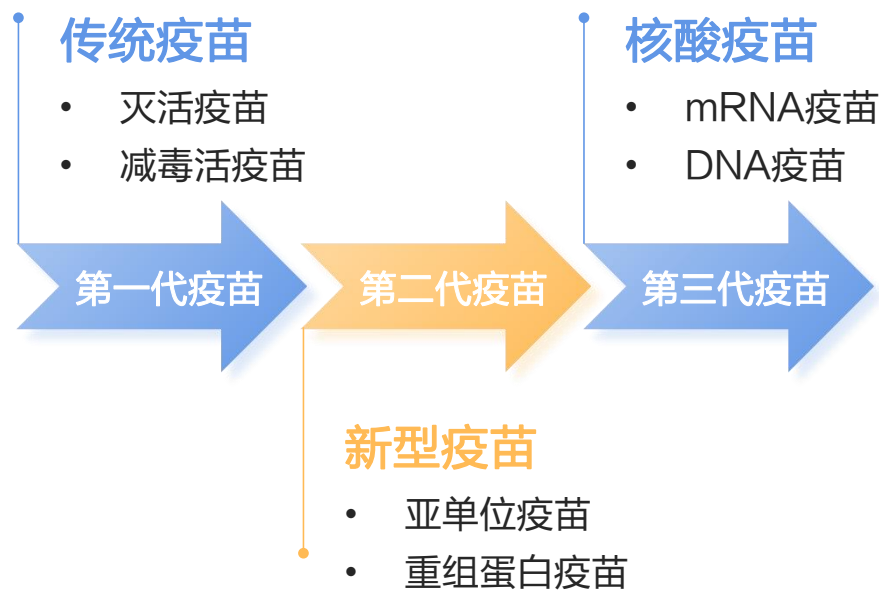
图表41：公司研发投入进入收获期

	免疫对象	产品状态	上市时间
布鲁氏菌基因缺失活疫苗(M5-90Δ26株)	羊	已上市	2022年
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）	猪	已上市	2022年
布鲁氏菌病活疫苗（Rev.1株）	羊	已上市	2023年
牛结节性皮肤病灭活疫苗（NMG株，悬浮培养）	牛	已上市	2024年
猪瘟基因工程亚单位疫苗（CHO-133D）	猪	取得新兽药证书	-
猫泛白细胞减少症、鼻气管炎、杯状病毒病三联灭活疫苗（FP/15株+FH/AS株+FC/HF株）	猫	通过应急评价	-
牛支原体活疫苗	牛	新兽药注册	-
布病S19疫苗	牛	新兽药注册	-
猪伪狂犬基因缺失灭活疫苗	猪	新兽药注册	-

5.2 前瞻布局mRNA疫苗研发平台，抢占研发新高地

- mRNA疫苗属于第三代疫苗，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，目前已经成为疫苗行业重要发展趋势。近年来，公司在兽用mRNA疫苗及核酸药物领域进行了大量人力及资源投入，已经完成了成mRNA疫苗的前期摸索，在递送系统、抗原设计、生产工艺等方面均进行了探索并积累了大量有效数据，实现了一定技术布局，为mRNA疫苗以及核酸药物的开发奠定了基础。2024年3月份，金宇保灵兽用mRNA疫苗生产线已经通过现场静态验收。
- 公司未来将围绕非洲猪瘟mRNA疫苗、反刍动物mRNA疫苗、宠物用mRNA疫苗、兽用核酸药物进行深入研究和开发，并相应建设国内领先水平的mRNA疫苗生产线，加快公司研发平台化能力和产业化能力建设，尽早实现mRNA疫苗产业化。

图表42：兽用疫苗技术迭代



图表43：公司mRNA疫苗研发管线

	疫苗名称	研发阶段	预计上市时间
猪用疫苗	非洲猪瘟mRNA疫苗	实验室研发	2025年10月
	猪繁殖与呼吸综合mRNA疫苗	实验室研发	2027年4月
	猪流行性腹泻mRNA疫苗	实验室研发	2027年4月
反刍疫苗	牛结节性皮肤病mRNA疫苗	实验室研发	2025年10月
	牛结节性皮肤病、牛病毒性腹泻、牛传染性鼻气管炎三联 mRNA 疫苗	实验室研发	2027年4月
犬用疫苗	犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病、犬副流感、狂犬病五联 mRNA疫苗	实验室研发	2027年4月
	狂犬病mRNA疫苗	实验室研发	2027年4月
猫用疫苗	猫传染性腹膜炎mRNA 疫苗	实验室研发	2027年4月
	猫狂犬病、传染性腹膜炎、泛白细胞减少症、鼻气管炎、鼻结膜炎五联mRNA疫苗	实验室研发	2027年4月

六、盈利预测与投资评级

6 盈利预测和业绩拆分

- **核心假设：**1) **猪用疫苗业务：**首先今年二季度生猪养殖行业已经实现盈利，短期来看，公司猪用疫苗产品需求有望回升。其次公司猪用疫苗板块在新产品的带动下，中长期有望维持平稳增长。我们预计2024-2026年公司猪用疫苗收入同比增长14.60%、13.60%和14.50%。2) **反刍疫苗业务：**随着布鲁氏菌病疫苗等新产品上市，我们预计2024-2026年公司反刍疫苗业务销售收入同比增长22.00%、17.50%和17.50%。3) **禽用疫苗业务：**公司禽苗业务收入占比较低，我们预计2024-2026年收入同比增长1.60%、2.30%和5.30%。

图表44：公司主要业务拆分

		2023A	2024E	2025E	2026E
猪用疫苗					
销售收入	百万元	836.70	958.86	1089.26	1247.21
yoy			14.60%	13.60%	14.50%
营业成本	百万元	302.97	335.60	370.35	417.81
毛利率		63.79%	65.00%	66.00%	66.50%
反刍疫苗					
销售收入	百万元	455.15	555.28	652.46	766.64
yoy			22.00%	17.50%	17.50%
营业成本	百万元	165.58	179.91	200.30	220.79
毛利率		63.62%	67.60%	69.30%	71.20%
禽用疫苗					
销售收入	百万元	209.18	212.53	217.41	228.94
yoy			1.60%	2.30%	5.30%
营业成本	百万元	130.93	135.88	135.88	143.09
毛利率		37.41%	37.50%	37.50%	37.50%

6 盈利预测和业绩拆分

- 我们预计2024–2026年，公司营业收入分别为18.29、20.67、23.56亿元，同比分别增长14.43%、12.99%、13.99%；归母净利润分别为3.55、4.77、5.85亿元，同比分别增长25.09%、34.52%、22.55%；对应PE分别为21.1/15.7/12.8倍，维持“买入”评级。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1598	1829	2067	2356
增长率(%)	5	14	13	14
归母净利润（百万元）	284	355	477	585
增长率(%)	35	25	35	23
摊薄每股收益（元）	0.25	0.32	0.43	0.52
ROE(%)	5	6	8	9
P/E	41.42	21.06	15.66	12.78
P/B	2.25	1.32	1.24	1.15
P/S	7.55	4.09	3.62	3.17
EV/EBITDA	21.60	9.49	7.13	5.56

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

七、风险提示

- **猪价大幅下行风险：**公司主要产品销售收入受猪价影响较大。若后期猪价大幅下行，下游养殖场（户）会减少对公司产品的需求。
- **行业竞争加剧风险：**公司主要产品口蹄疫疫苗、猪圆环疫苗生产企业众多，行业竞争激烈。虽然公司竞争优势明显，但随着同行不断加大研发力度，竞品大量上市，公司产品市场份额有下滑风险。
- **新产品研发不及预期：**公司核心竞争力之一来自于产品的迭代升级，目前有多款产品已经处于新兽药注册阶段，若后期不能拿到新兽药证书，会给公司未来的发展带来不确定性。
- **新产品销售不及预期：**公司未来业绩增长有赖于新产品收入贡献，若新产品销售不及预期可能会导致公司业绩增速放缓。
- **重大动物疫病风险：**重大动物疫病会导致生猪产能和出栏量快速下降，一旦出现重大疫病下游养殖企业对公司产品的需求也会大幅下降。

生物股份盈利预测表

证券代码： 600201

股价： 6.67

投资评级： 买入(维持)

日期： 20240709

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1749	2039	2467	2976	营业收入	1598	1829	2067	2356	每股指标				
应收款项	870	892	1001	1129	营业成本	652	711	771	849	EPS	0.26	0.32	0.43	0.52
存货净额	322	345	365	395	营业税金及附加	23	27	30	34	BVPS	4.79	5.04	5.38	5.80
其他流动资产	74	87	89	98	销售费用	342	368	409	483	估值				
流动资产合计	3016	3364	3923	4598	管理费用	153	165	176	200	P/E	41.4	21.1	15.7	12.8
固定资产	1524	1425	1317	1209	财务费用	-56	-25	-28	-34	P/B	2.2	1.3	1.2	1.2
在建工程	359	395	435	478	其他费用/(-收入)	143	170	165	155	P/S	7.5	4.1	3.6	3.2
无形资产及其他	1707	1753	1740	1727	营业利润	315	407	547	671	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	266	266	266	266	营业外净收支	1	1	1	1	盈利能力				
资产总计	6873	7204	7681	8278	利润总额	316	407	548	671	ROE	5%	6%	8%	9%
短期借款	0	43	63	83	所得税费用	39	49	66	81	毛利率	59%	61%	63%	64%
应付款项	324	351	381	420	净利润	277	358	482	591	期间费率	27%	28%	27%	28%
合同负债	98	95	103	118	少数股东损益	-7	4	5	6	销售净利率	18%	19%	23%	25%
其他流动负债	418	407	443	488	归属于母公司净利润	284	355	477	585	成长能力				
流动负债合计	840	896	990	1109	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	5%	14%	13%	14%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	415	520	635	736	利润增长率	35%	25%	35%	23%
其他长期负债	377	370	370	370	净利润	284	355	477	585	营运能力				
长期负债合计	377	370	370	370	少数股东损益	-7	4	5	6	总资产周转率	0.24	0.26	0.28	0.30
负债合计	1218	1267	1361	1479	折旧摊销	190	201	203	205	应收账款周转率	1.97	2.12	2.25	2.28
股本	1120	1120	1120	1120	公允价值变动	6	0	0	0	存货周转率	1.99	2.13	2.17	2.23
股东权益	5655	5938	6320	6799	营运资金变动	-71	-78	-77	-87	偿债能力				
负债和股东权益总计	6873	7204	7681	8278	投资活动现金流	-740	-211	-146	-152	资产负债率	18%	18%	18%	18%
					资本支出	-273	-134	-120	-126	流动比	3.59	3.75	3.96	4.15
					长期投资	0	-20	-20	-20	速动比	3.16	3.32	3.55	3.75
					其他	-467	-57	-6	-6					
					筹资活动现金流	111	-40	-82	-94					
					债务融资	-10	43	20	20					
					权益融资	17	0	0	0					
					其它	104	-94	-102	-114					
					现金净增加额	-214	270	408	490					

农业小组介绍

程一胜，农业首席分析师，上海财经大学硕士，曾先后就职于中银证券和方正证券。2022年Choice最佳分析师第2名；2022年中国证券业分析师金牛奖第4名；2022年卖方分析师水晶球奖总榜单第5名（公募榜单第4名），2020年水晶球公募榜单第5名；2022年新浪财经金麒麟最佳分析师第5名；2022年第20届新财富最佳分析师第6名。

熊子兴，分析师，研究生毕业于美国福特汉姆大学，本科毕业于湖南大学，曾在方正证券和国元证券从事农业研究，目前主要覆盖动保、生猪板块。

王思言，分析师，研究生毕业于格拉斯哥大学，本科毕业于中国人民大学，覆盖养殖、饲料、宠物板块。

分析师承诺

程一胜, 熊子兴, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 农业研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597