

生物股份 (600201.SH)

2026 年 01 月 08 日

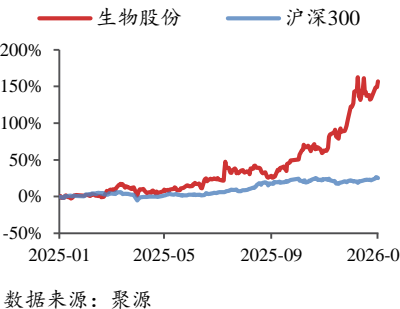
非瘟亚单位疫苗全球首发在即, 创新龙头成长动能强劲

投资评级: 买入 (维持)

——公司深度报告

日期	2026/1/8
当前股价(元)	16.61
一年最高最低(元)	17.16/6.24
总市值(亿元)	184.66
流通市值(亿元)	184.66
总股本(亿股)	11.12
流通股本(亿股)	11.12
近 3 个月换手率(%)	270.16

股价走势图



陈雪丽 (分析师)

王高展 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

证书编号: S0790525070003

● **非瘟亚单位疫苗全球首发在即, 创新龙头成长动能强劲, 维持“买入”评级**  
 公司为我国动保龙头, 产品涵盖猪、禽、反刍、宠物四大类百余种疫苗, 常规疫苗新品多点开花持续成长, 非瘟疫苗打开成长新空间。公司非瘟疫苗上市确定性逐步增强, 我们维持公司 2025 年盈利预测不变, 上调 2026-2027 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.88/7.12/12.11 (原 2026-2027 年预测分别为 3.52/5.08) 亿元, EPS 分别为 0.17/0.64/1.09 元, 当前股价对应 PE 分别为 98.5/25.9/15.3。公司非瘟疫苗全球首发在即, 成长动能强劲, 维持“买入”评级。

● **技术创新构筑核心竞争壁垒, 公司新品多点开花持续成长**  
 公司重视技术创新, 研发体系完善, 拥有高规格 P3 实验室, 2025H1 公司研发投入 0.84 亿元, 占营收比重 13.51%, 居可比公司前列。2025H1 公司在研疫苗项目 20 余个, 未来五年布局研发管线新苗 40 余个, 疫苗持续迭代升级拓宽品类, 新品多点开花持续成长。

● **非瘟亚单位疫苗全球首发在即, 公司先发优势明显有望充分受益**  
 非瘟病毒结构复杂, 防控及疫苗研发难度大, 非瘟疫苗落地有望显著改善我国生猪养殖成本。我们保守假设测算下, 非瘟疫苗仍可贡献年 84.0 亿元增量市场空间。2025 年 7 月公司合作研发的非瘟亚单位疫苗临床试验首家获批且公司为临床试验唯一承担单位, 当前临床试验有序推进, 2025 年 12 月底已进行首轮攻毒试验, 2026 下半年或 2027 年有望上市, 公司先发优势明显, 有望充分受益。

● **口蹄疫苗基本盘稳固, 聚焦非口战略成长动能强劲**  
 (1) **猪苗**: 口蹄疫苗基本盘稳固, 以价换量抢占市场, 圆环圆支、腹泻苗等持续发力带动业绩增长。(2) **反刍苗**: 市场景气, 公司布病、牛二联苗等大单品频出, 成长动能强劲。(3) **禽苗**: 管理经营重构, 业绩修复增长。(4) **宠物苗**: 猫三联苗上市放量, 猫传腹 mRNA 苗临床试验获批, 多款猫犬联苗在研值得期待。

● **风险提示**: 猪价持续低迷、行业竞争加剧、非瘟疫苗兑现不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,598	1,255	1,361	3,230	5,097
YOY(%)	4.6	-21.4	8.4	137.2	57.8
归母净利润(百万元)	284	109	188	712	1,211
YOY(%)	34.6	-61.6	72.0	280.0	69.9
毛利率(%)	59.0	53.9	54.5	60.1	61.6
净利率(%)	17.7	8.7	13.8	22.1	23.8
ROE(%)	4.9	1.9	3.2	11.0	15.9
EPS(摊薄/元)	0.26	0.10	0.17	0.64	1.09
P/E(倍)	65.1	169.4	98.5	25.9	15.3
P/B(倍)	3.4	3.5	3.4	3.0	2.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 聚焦动保疫苗技术领先，持续成长谱写新篇章.....	5
1.1、 公司聚焦动保疫苗业务技术领先，拓宽产品布局持续成长.....	5
1.2、 技术领先造就一代口蹄疫苗龙头，持续成长谱写新篇章.....	6
1.3、 大股东增持彰显发展信心，新一轮股权激励或在路上.....	8
2、 技术创新构筑核心竞争壁垒，公司新品多点开花持续成长.....	10
2.1、 动保疫苗市场规模超百亿，反刍、宠物苗市场规模快速增长.....	10
2.2、 动保疫苗研发周期长壁垒高，创新构筑企业核心竞争力.....	11
2.3、 公司创新龙头实力强劲，新品多点开花持续成长.....	12
3、 非瘟亚单位疫苗全球首发在即，公司先发优势明显有望充分受益.....	15
4、 口蹄疫苗基本盘稳固，聚焦非口战略成长动能强劲.....	18
4.1、 政策驱动强免苗市场化加速，公司口蹄疫市场苗前瞻布局承接突破.....	18
4.2、 加大营销投入聚焦非口战略，产品+服务驱动业绩持续增长.....	20
4.3、 非口大单品多点开花快速放量，研发管线丰富成长动能强劲.....	21
4.3.1、 非口猪苗持续发力抢占市场，新品接力增长经营向上.....	21
4.3.2、 反刍苗：布病等优质大单品频出，技术领先在研项目丰富.....	22
4.3.3、 禽苗：经营管理重构，有望实现修复增长.....	26
4.3.4、 宠物苗：蓝海市场持续扩容，公司强强联合打造中国宠物疫苗第一品牌.....	27
5、 盈利预测与投资建议.....	29
5.1、 盈利预测.....	29
5.2、 估值分析及投资建议.....	31
6、 风险提示.....	31
附：财务预测摘要.....	32

## 图表目录

图 1： 公司自研、并购齐发力，聚焦动保疫苗业务技术领先.....	5
图 2： 公司已有产品涵盖猪、禽、反刍及宠物四大类百余种动物疫苗.....	5
图 3： 公司悬浮培养产线最早投产.....	6
图 4： 2025Q1-Q3 公司营收同比+7.38%.....	7
图 5： 2025Q1-Q3 公司归母净利润同比-4.85%.....	7
图 6： 2012 年以来公司动保疫苗贡献核心营收.....	7
图 7： 公司猪用疫苗营收占比下降，业务趋于多元.....	7
图 8： 2025Q1-Q3 公司净利率提升至 15.3%.....	7
图 9： 2025Q1-Q3 公司期间费用率较 2024 年有所下降.....	7
图 10： 2025Q1-Q3 公司国际业务营收同比增速超 200%.....	8
图 11： 2024 年公司国际业务毛利率高于国内.....	8
图 12： 生物控股为公司第一大股东（截至 2025Q3）.....	8
图 13： 2023 年我国兽用疫苗规模达 155.34 亿元，同比+0.25%.....	10
图 14： 2015-2023 我国兽用疫苗市场规模 CAGR 达 5.61%.....	10
图 15： 猪、禽生物制品占兽用生物制品合计超 80%.....	11
图 16： 反刍、宠物兽用生物制品市场规模快速增长(亿元).....	11
图 17： 兽用生物制品研发流程复杂，周期长、门槛高.....	11
图 18： 动物疫苗由单苗向联苗、传统苗向新技术苗方向发展.....	12

图 19: 2025H1 公司研发投入占营收比重 13.51% .....	13
图 20: 2025H1 公司研发投入占营收比重居行业前列 .....	13
图 21: 公司联合、自主创新并进, 研发体系构建完善 .....	13
图 22: 非瘟病毒特有 5 层复杂结构且可编码 150 种以上蛋白, 疫苗研发难度大 .....	15
图 23: 非瘟毒株变异趋于多元, 防控难度加大 .....	15
图 24: 非瘟及饲料涨价导致生猪养殖成本上升(元/公斤) .....	15
图 25: 强免疫苗按销售渠道可分为政采苗和市场苗 .....	18
图 26: 2023 年强免疫苗市场份额占比降至 32% .....	18
图 27: 2024 年公司口蹄疫政采苗销售占比降至 35% .....	19
图 28: 公司口蹄疫疫苗批签发常年行业第一 .....	19
图 29: 2025Q1-Q3 公司销售费用 2.21 亿元 .....	20
图 30: 2024 年公司直销营收占比达 36% .....	20
图 31: 公司“轻松解蓝 123”方案解决养殖户痛点 .....	21
图 32: 样本猪场实施“轻松解蓝 123”后生产指标提升 .....	21
图 33: 公司伪狂、腹泻苗等核心单品市占率持续提升 .....	21
图 34: 2025Q3 末我国牛、羊存栏分别同比-2.4%, -6.9% .....	22
图 35: 牛羊存栏下降, 牛羊肉价格步入上行周期 .....	22
图 36: 2023 年我国反刍苗市场规模达 21.99 亿元 .....	23
图 37: 2025Q1-Q3 公司反刍苗批签发居行业第一 .....	23
图 38: 2024 年公司布病批签发排名居行业前三 .....	24
图 39: 公司 2024 年布病政采苗销量同比+2% .....	24
图 40: 2016 年公司牛二联灭活苗率先获批签发, 处领先地位 .....	25
图 41: 2023 年我国禽苗销售中强免疫苗占比下降至 27% .....	26
图 42: 公司禽苗批签发市占率相对稳定 .....	26
图 43: 2024 年我国猫犬宠物消费市场规模达 3002 亿元 .....	27
图 44: 宠物消费结构看, 宠物疫苗占比 2.5% .....	27
图 45: 我国城镇家养猫犬数量持续呈上行态势 .....	27
图 46: 宠物健康观念深化, 宠物疫苗免疫率趋势上行 .....	27
图 47: 国产品牌宠物苗批签发占比正强势崛起 .....	28
图 48: 2025Q1-Q3 国产猫三联苗批签发市占率达 81% .....	28
图 49: 金宇共立已于 2023 年 7 月通过 GMP 静态认证 .....	28
图 50: 公司宠物板块旨在打造中国宠物疫苗第一品牌 .....	28
表 1: 悬浮培养产线口蹄疫疫苗质量显著优于转瓶培养 .....	6
表 2: 公司管理团队重构, 核心管理层更加年轻、专业 .....	9
表 3: 行业生产工艺持续升级, 头部企业工艺领先优势凸显 .....	12
表 4: 公司在研项目丰富, 疫苗持续迭代升级拓宽品类(截至 2025Q3) .....	14
表 5: mRNA 疫苗相较其他种类疫苗具有研发更新快、免疫效果好、安全性高等优点 .....	14
表 6: 公司 mRNA 疫苗产品远期规划丰富 .....	14
表 7: 非瘟疫苗使用预计可显著改善生猪养殖成本 .....	16
表 8: 按照 40 元/2 头份出厂价, 保守假设下非瘟疫苗市场规模达 84.0 亿元 .....	16
表 9: 按照 20 元/2 头份净利润, 保守假设下非瘟疫苗年净利润有望达 42.0 亿元 .....	17
表 10: 公司非瘟疫苗研发先发优势明显, 有望充分受益 .....	17
表 11: 政策驱动强免疫苗市场化加速 .....	18
表 12: 2017 年猪蓝耳、猪瘟退出强制免疫品种序列 .....	19

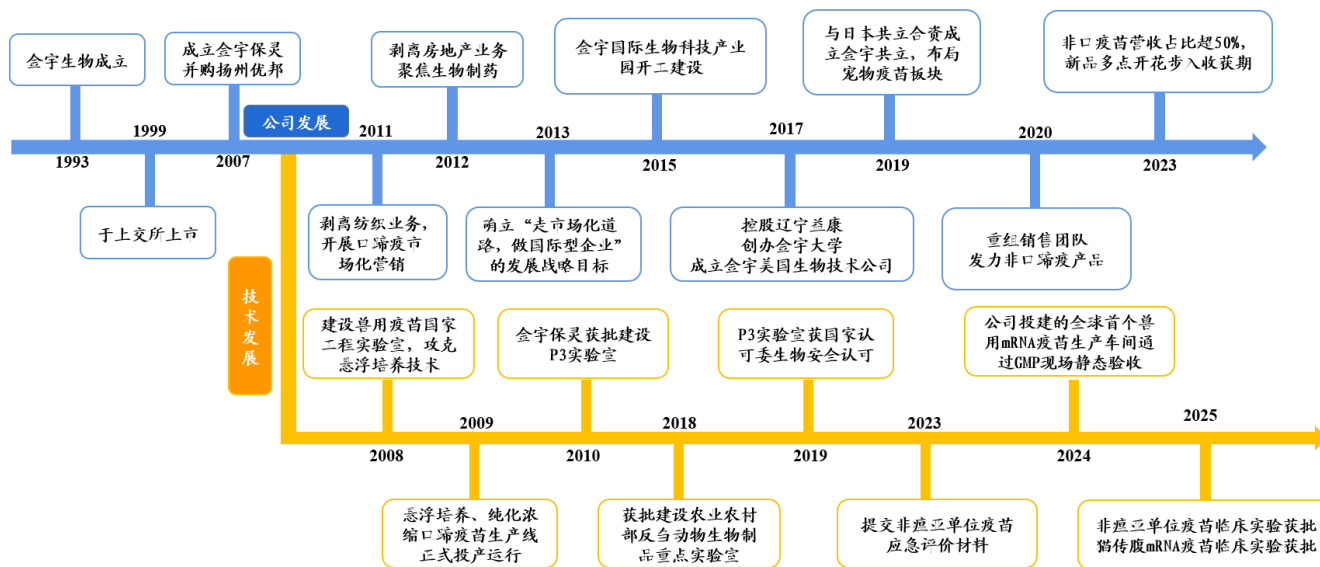
表 13: 我国动物强免病种涵盖猪、禽、反刍, 反刍病种居多 .....	19
表 14: 组合免疫策略为猪场带来养殖效率提高 .....	20
表 15: 公司在研猪苗持续迭代丰富, 多技术路线并进 .....	22
表 16: 公司反刍苗批签发以口蹄疫、布病、牛二联苗为主, 产品矩阵持续丰富 .....	23
表 17: 公司布病苗优势突出, 技术领先错位竞争持续成长 .....	24
表 18: 牛传染性鼻气管炎及牛病毒性腹泻导致母牛流产死胎等问题, 发病牛群净化控制费用昂贵 .....	25
表 19: 公司反刍在研项目丰富, 技术及布局领先 .....	25
表 20: 公司持续推出禽苗新品 .....	26
表 21: 公司宠物苗在研项目充足, 放量可期 .....	28
表 22: 受益于非瘟疫苗上市放量, 2026-2027 年公司营业利润有望实现高增长 .....	30
表 23: 鉴于公司高成长性, 给予公司一定估值溢价 (2026 年 01 月 08 日收盘价) .....	31

## 1、聚焦动保疫苗技术领先，持续成长谱写新篇章

### 1.1、公司聚焦动保疫苗业务技术领先，拓宽产品布局持续成长

公司为我国动保龙头企业，持续丰富产品布局。公司成立于1993年，总部位于内蒙古呼和浩特，1999年于上交所上市，为我国动保龙头企业。公司早期业务多元涉及动保、房地产、纺织等，2008年攻克口蹄疫悬浮培养技术，2011-2012年陆续完成对纺织、房地产等业务剥离，聚焦动保业务并凭借口蹄疫疫苗技术领先及市场化营销，一跃成为口蹄疫市场苗龙头。公司持续拓宽产品布局，拥有口蹄疫、高致病性禽流感、布鲁氏菌病三大强免苗定点生产资质，产品涵盖猪、禽、反刍、宠物四大类百余种动物疫苗，提供一站式动物疫病解决方案。2025年公司非瘟亚单位疫苗、猫传腹 mRNA 疫苗临床试验获批，技术+产品+服务驱动公司持续成长。

图1：公司自研、并购齐发力，聚焦动保疫苗业务技术领先



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

图2：公司已有产品涵盖猪、禽、反刍及宠物四大类百余种动物疫苗



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

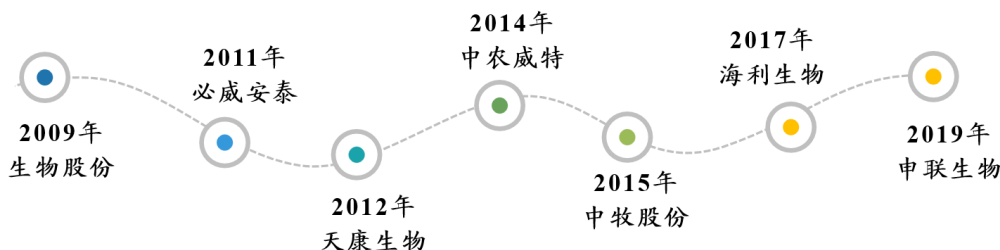
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



## 1.2、技术领先造就一代口蹄疫疫苗龙头，持续成长谱写新篇章

技术领先+市场化营销造就公司一代口蹄疫疫苗龙头。2009 年公司悬浮培养、纯化浓缩口蹄疫疫苗生产线正式投产，为国内首家使用悬浮培养技术生产兽用疫苗的企业。相比转瓶培养，悬浮培养批间差小、纯度高、自动化程度高，规模化生产优势明显，此外悬浮培养病毒含量、内毒素含量、攻毒后毒株效力等指标均显著优于转瓶培养。凭借在口蹄疫悬浮培养、纯化浓缩技术的领先以及率先进行市场化营销，公司 2009-2017 营收、归母净利润 CAGR 分别达 13.60%、37.92%，至 2017 年公司营收、归母净利润分别达 19.01 亿元、8.70 亿元，一跃成为口蹄疫疫苗龙头。

图3：公司悬浮培养产线最早投产



资料来源：各公司公告、各公司官网、农业农村部、中农威特公众号、开源证券研究所

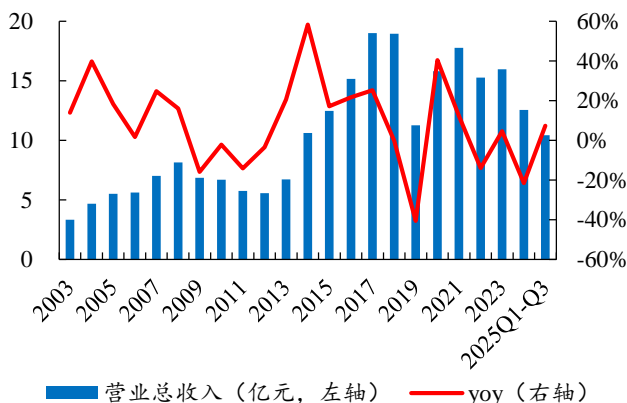
表1：悬浮培养产线口蹄疫疫苗质量显著优于转瓶培养

项目	转瓶培养疫苗	反应器悬浮培养疫苗
毒价(TCID <sub>50</sub> /LD <sub>50</sub> )	6.83/7.86	7.10/8/13
内毒素含量	<0.4EU/ml-48EU/ml	<0.6EU/ml-8.1EU/ml
攻毒结果 (PD <sub>50</sub> )	7.88	14.03

资料来源：贾智丽《悬浮培养与传统工艺两种方法制备猪口蹄疫疫苗的质量比较》、开源证券研究所

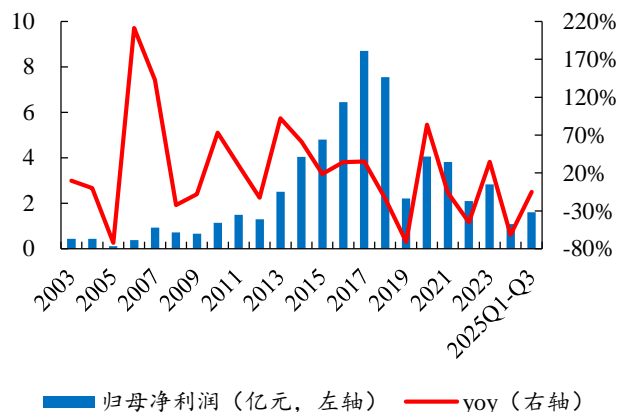
非瘟疫情及竞争加剧致利润下滑，公司及时调整业绩逐步修复。2019 年非瘟爆发，我国生猪存栏大减，公司利润大幅下滑。2020 年下游生猪养殖量逐步恢复，公司利润恢复增长，但受同行口蹄疫悬浮培养产线陆续投产影响，市场竞争加剧，公司毛利率下滑。2022 年以来公司深化内部变革，推动渠道下沉优化、搭建新管理销售团队，产品趋于多元，2025Q1-Q3 公司猪苗营收占比下降至 37.3%，反刍苗、禽苗、宠物苗及其他营收占比分别提升至 32.4%、16.5%、13.8%。2025 前三季度受人药项目研发费用及折旧摊销影响，公司归母净利润同比下滑，但 2025Q3 公司经营已实现强势扭转，归母净利润 1.01 亿元，同比+116.40%，业绩修复向上。

图4：2025Q1-Q3 公司营收同比+7.38%



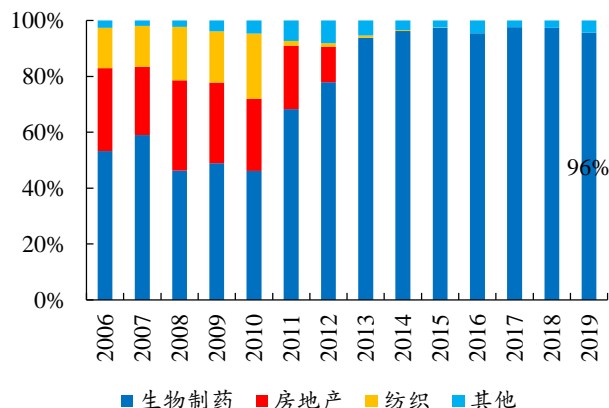
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025Q1-Q3 公司归母净利润同比-4.85%



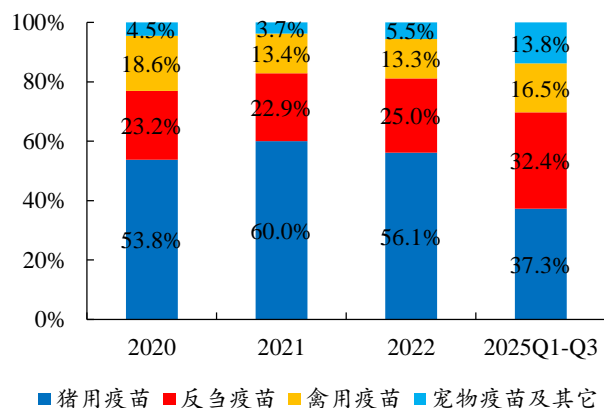
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2012 年以来公司动保疫苗贡献核心营收



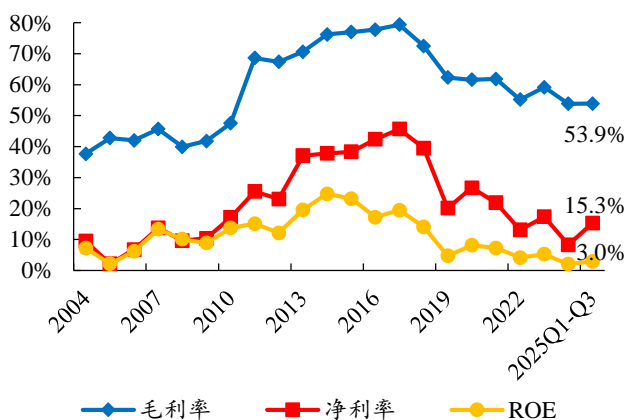
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司猪用疫苗营收占比下降，业务趋于多元



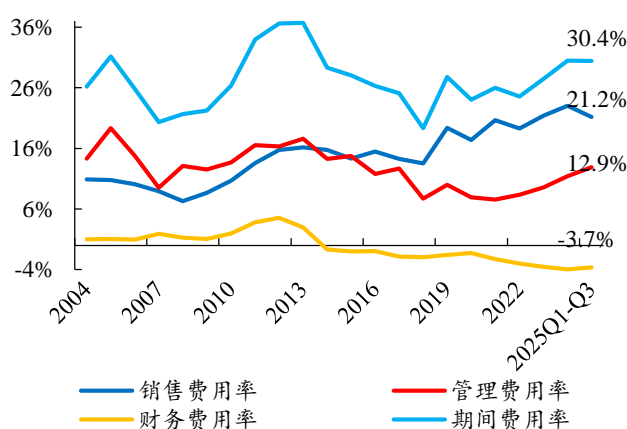
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图8：2025Q1-Q3 公司净利率提升至 15.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

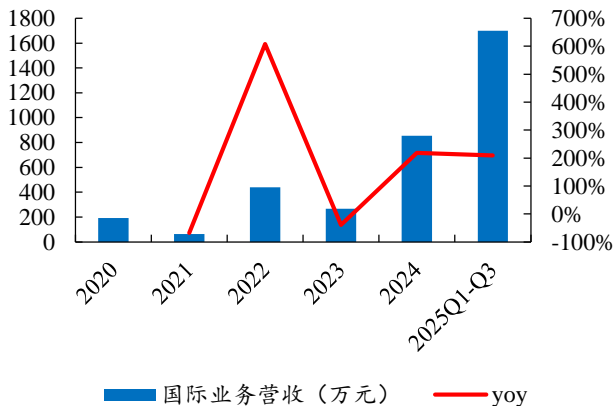
图9：2025Q1-Q3 公司期间费用率较 2024 年有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

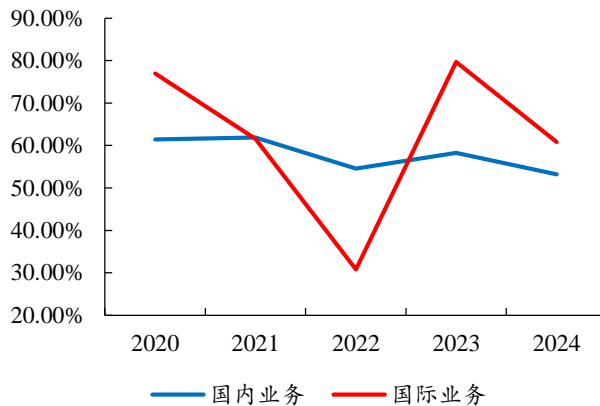
公司国际业务进入放量元年，蓝海市场空间广阔。传统动保疫苗国内竞争激烈，公司已组建国际业务团队，在越南、巴基斯坦、哈萨克斯坦、缅甸等“一带一路”沿线国家完成多款疫苗产品注册，2025Q1-Q3 公司国际业务营收同比+209%。海外一带一路国家动保疫苗仍为蓝海市场，毛利率高于国内，是公司未来发力重点，有望成为公司未来业绩重要增长点。

图10：2025Q1-Q3 公司国际业务营收同比增速超 200%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图11：2024 年公司国际业务毛利率高于国内

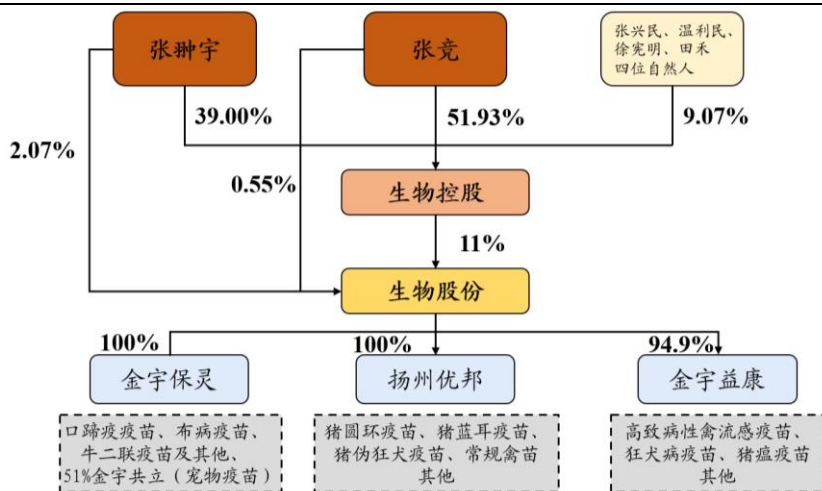


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

### 1.3、大股东增持彰显发展信心，新一轮股权激励或在路上

大股东增持彰显发展信心，新一轮股权激励或在路上。公司股权结构分散，第一大股东生物控股持有 11% 的股份（张翀宇和张竞合计持有生物控股 90.93% 的股份），另外张翀宇和张竞直接持有公司约 2.62% 的股份。2024 年 10 月公司公告回购股份拟用于员工持股或股权激励，至 2025 年 10 月完成本轮股份回购，累计回购 1571 万股，占总股本 1.41%。2025 年 12 月公司公告大股东生物控股计划自 2025 年 12 月至 2026 年 12 月以集中竞价方式增持 0.5-1 亿元公司股份，2026 年 1 月 6 日首次集中竞价增持约 1000 万元落地，增持价格约 16 元/股，快速推进。公司推动股份回购，重视员工激励，大股东增持彰显发展信心，新一轮股权激励或在路上，持续成长值得期待。

图12：生物控股为公司第一大股东（截至 2025Q3）



资料来源：Wind、公司公告、国家企业信用信息公示系统官网、开源证券研究所

注：图中仅列示生物股份 3 家核心子公司，其他未列示



**围绕新总裁、新业务，积极打造新团队。**2019 年张竞担任公司总裁，围绕新任总裁，公司逐步搭建起一个更加年轻、专业，具有拼搏力的高管团队。此外围绕新业务，公司 2021 年新组建猪产品团队，2022 年李劼博士强势加盟，任公司技术平台总监、农业部反刍动物生物制品重点实验室主任、内蒙古自治区动物传染病疫苗与诊断试剂工程技术重点实验室主任，负责非洲猪瘟等重大疫病疫苗研发工作，同年完成反刍团队人才引进，并单独组建肉牛团队，2022 年底宠物团队完成组建，至 2023 年年初公司二次创业团队已基本搭建完成。

**表2：公司管理团队重构，核心管理层更加年轻、专业**

姓名	职位	年龄	学历	工作经历
张翀宇	董事长	72	硕士	1993 年起任公司董事长兼总裁，2019 年以后卸任总裁
张竞	总裁 副董事长	43	硕士	ACCA 会员，7 年安永商业咨询服务经理，2015-2022 年历任公司总裁助理、企发部经理、董事、副总裁、总裁；2022 年起任公司副董事长、总裁
李劼	董事 技术平台总监	37	博士	兽医学博士，2017-2021 年在美国康奈尔大学开展博士后研究工作；2022 年起任公司技术平台总监、农业部反刍动物生物制品重点实验室主任、内蒙古自治区动物传染病疫苗与诊断试剂工程技术重点实验室主任，负责非洲猪瘟等重大疫病疫苗研发工作。主持省市级重点项目三项，作为子课题负责人承担国家重点研发计划两项
赵丽霞	副总裁	51	硕士	2014-2022 年历任金宇保灵质保总监、生产总监、研发副总、总经理；2025 年起任公司副总裁
顾睿远	董秘	42	硕士	2016-2024 年历任美吉姆 IR 总监、珠海启星未来教育基金管理公司总经理、深蓝科技董秘、华英证券业务执行董事；2024 年起任公司董办主任；2025 年任公司董秘

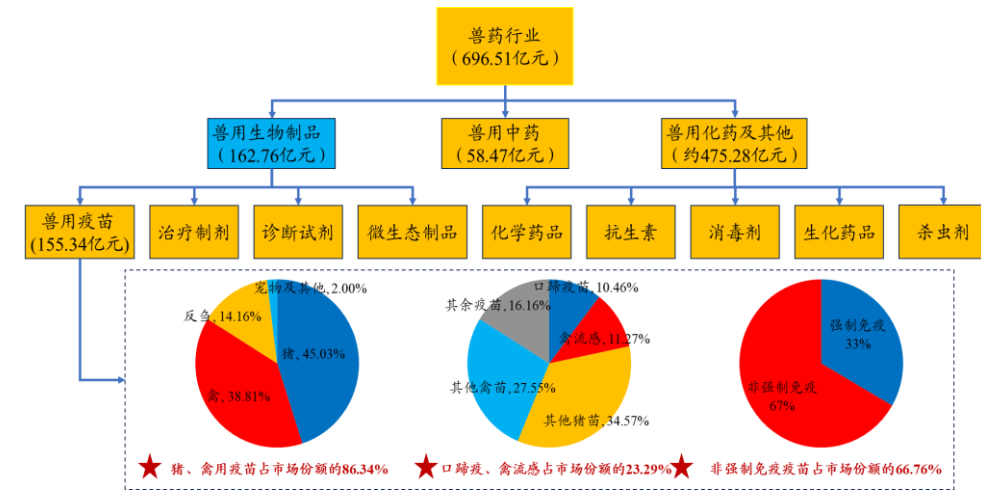
资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

## 2、技术创新构筑核心竞争壁垒，公司新品多点开花持续成长

### 2.1、动保疫苗市场规模超百亿，反刍、宠物苗市场规模快速增长

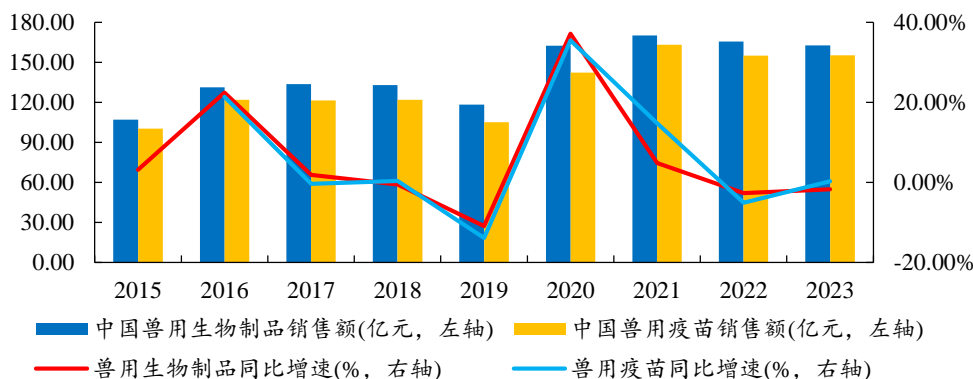
我国兽用疫苗市场规模超 150 亿，2015-2023 年 CAGR 达 5.61%。据中国兽药协会数据,2023 年我国兽药市场规模达 696.51 亿元,其中兽用生物制品规模达 162.76 亿元(同比-1.76%),兽用生物制品 95%由兽用疫苗构成,2023 年我国兽用疫苗规模达 155.34 亿元,同比+0.25%。2015-2023 兽用疫苗市场规模 CAGR 达 5.61%。

图13: 2023 年我国兽用疫苗规模达 155.34 亿元, 同比+0.25%



数据来源: 中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

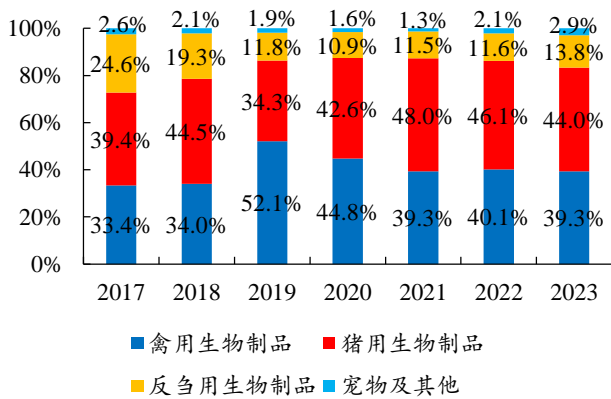
图14: 2015-2023 我国兽用疫苗市场规模 CAGR 达 5.61%



数据来源: 中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

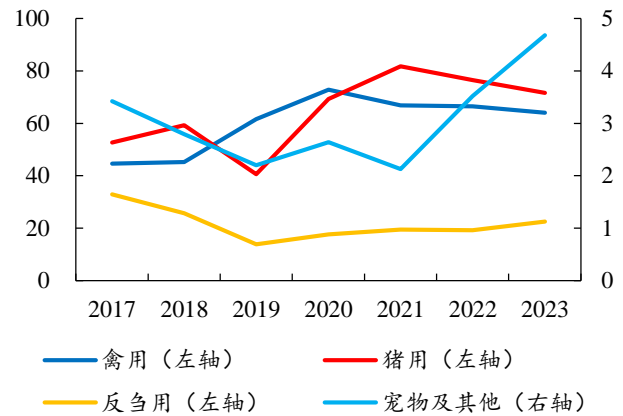
猪、禽用生物制品占兽用生物制品市场规模比重超 80%，反刍宠物用生物制品市场规模快速增长。从市场规模看，2023 年猪/禽/反刍/宠物及其他用生物制品市场规模分别为 71.54 / 64.02 / 22.52 / 4.68 亿元，占比分别为 43.95% / 39.33% / 13.84% / 2.88%，猪禽用生物制品市场规模占比超 80%，反刍及宠物兽用生物制品蓝海市场景气度高，2023 年市场规模分别同比+16.93%、+32.95%。

图15：猪、禽生物制品占兽用生物制品合计超80%



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

图16：反刍、宠物兽用生物制品市场规模快速增长(亿元)

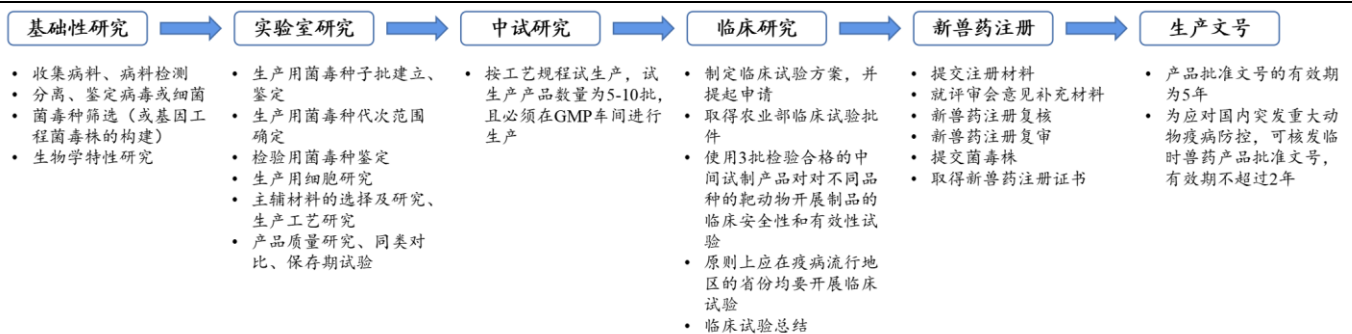


数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

## 2.2、动保疫苗研发周期长壁垒高，创新构筑企业核心竞争力

动保疫苗研发周期长难度大，具有较高进入壁垒。一款兽药产品从研发到上市要经历基础性研究、实验室研究、中试研究、临床研究、新兽药注册、申请批准文号等阶段，从立项研发到上市需要大概6-10年。而基因工程疫苗的研发还需要经过中间试验、环境释放、生产性试验等农业转基因生物安全评价试验研究并获得安全证书，研发难度更大，所需时间更长。研发周期长、难度大使动保疫苗行业具有较高进入壁垒。

图17：兽用生物制品研发流程复杂，周期长、门槛高



资料来源：农业农村部、科前生物公司公告、开源证券研究所

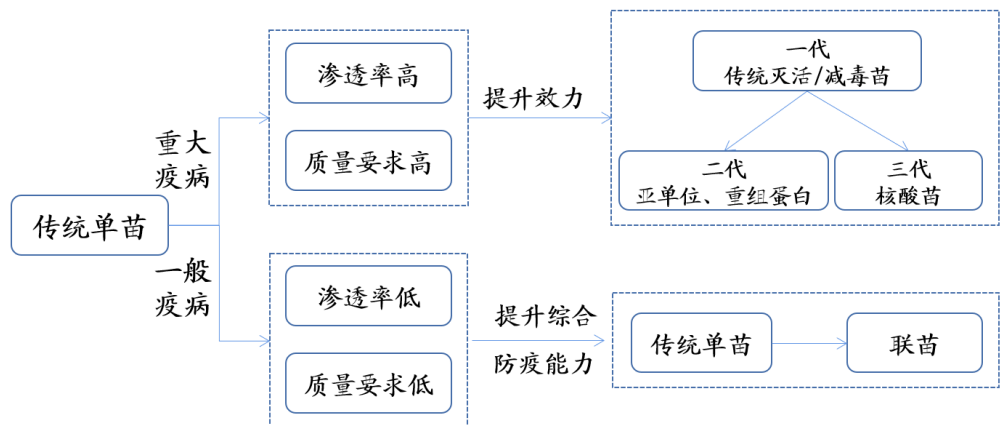
技术创新构建动保企业核心壁垒，推动产品持续迭代丰富。动保疫苗研发中新技术及生产工艺的运用有助于推动企业产品丰富迭代及生产成本下降，以细胞悬浮培养技术应用为例，该技术的运用使疫苗生产规模、质量得到大幅提升，同时生产成本得到降低，极大提高先发企业盈利能力。当前动物疫苗发展趋势：单苗向多联苗发展、传统苗向二、三代新技术苗发展。技术创新及沉淀有助于提高企业新型疫苗研发效率，推动产品持续迭代升级。

表3：行业生产工艺持续升级，头部企业工艺领先优势凸显

名称	分类/分阶段	优点/作用
细胞悬浮培养技术	纯悬浮细胞培养	在培养液中增殖，可呈倍速增长、培养环境均一、操作简单可控、污染小、放大简单、成本低
	载体培养	以微载体或者片状载体作为细胞贴附媒介在反应器中增殖，与传统转瓶培养相比，载体培养提供给细胞相当大的贴附面积，从而提高生产规模、产品质量和劳动效率。
低/无血清培养基的应用	-	血清的使用会导致特异性抗体造成的不稳定、外源因子可能的污染、质量控制的难度以及可能成为过敏源等，因此低血清或无血清更加安全高效，并且总成本更低
新型疫苗佐剂的应用	纳米佐剂、蜂胶佐剂、多糖佐剂、细胞因子佐剂等新型佐剂	新型佐剂在剂型、制剂、生产工艺、免疫效果、使用方式等方面均有显著优势，兽用生物制品行业在进行疫苗研究和制备时具有了更多的选择
抗原纯化技术的应用	初级分离	主要任务是分离细胞和培养液、去除细胞代谢产物和添加剂、浓缩目的蛋白等，可选用的分离方法包括细胞破碎和絮凝、离心沉降、盐析、膜超滤浓缩技术等
	精制纯化	主要任务是获得特异的蛋白，常选用各种具有高分辨率的技术，使目标蛋白和少量干扰杂质分开，达到质量标准的要求
细菌高密度发酵技术	-	通过高密度可以提高单位体积内细菌密度和抗原含量；培养体积大，无需混合，批间差异小；抗原质量稳定可控；杂蛋白含量低。

资料来源：科前生物公司公告、开源证券研究所

图18：动物疫苗由单苗向联苗、传统苗向新技术苗方向发展

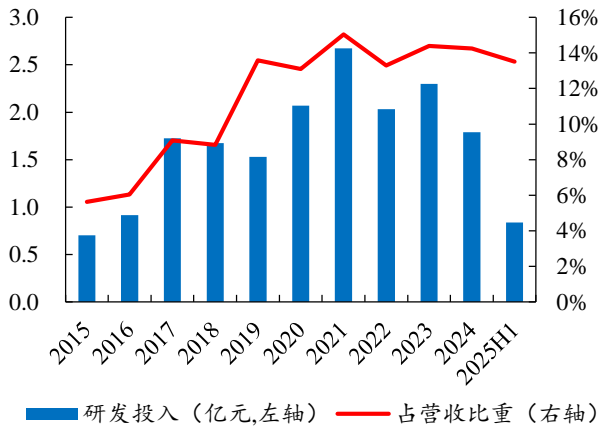


资料来源：开源证券研究所

### 2.3、公司创新龙头实力强劲，新品多点开花持续成长

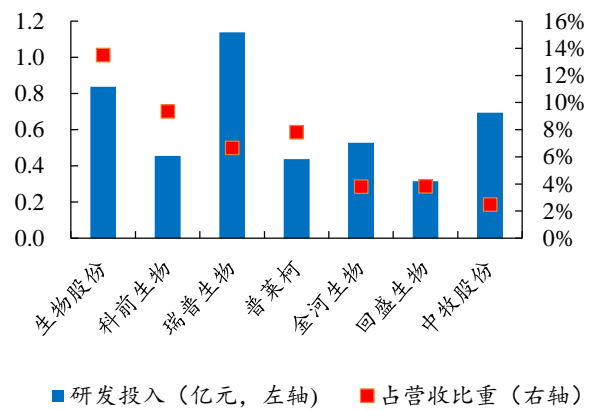
公司研发投入行业前列，研发体系完善，自研+合作并进。公司重视技术创新，2025H1 公司研发投入 0.84 亿元，占营收比重 13.51%，居可比公司前列。公司研发体系行业领先，拥有动物生物安全三级实验室（P3 实验室）、兽用疫苗国家工程实验室、农业部反刍动物生物制品重点实验室。借助三大实验室平台，公司通过自主研发+合作研发形成高效创新协同转化机制，公司已建立数十个研发平台并不断优化，技术路线覆盖第一、二、三代疫苗。公司拥有首家由企业投资建设的规模、功能均领先的 P3 实验室，可自主开展攻毒试验，使公司在产学研融合发展领域保持领先地位，确保公司先发优势。

图19：2025H1 公司研发投入占营收比重 13.51%



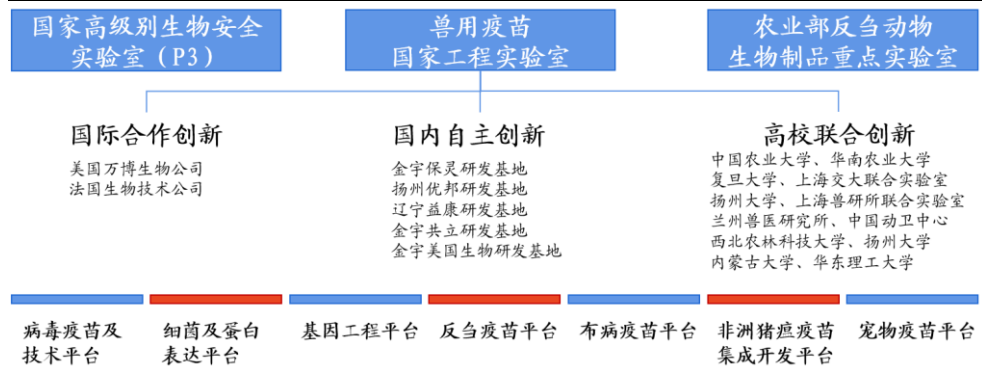
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2025H1 公司研发投入占营收比重居行业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：公司联合、自主创新并进，研发体系构建完善



资料来源：公司公告、金宇生物公众号、开源证券研究所

**研发人才不断扩充，疫苗持续迭代升级拓宽品类。**当前动保疫苗技术迭代历经第一代传统疫苗（灭活、减毒）、第二代新型疫苗（亚单位、重组蛋白等）、第三代前沿疫苗（mRNA 等）。新一代疫苗技术相比传统疫苗具备更强效力，公司依托强大的研发体系+人才储备，疫苗产品持续迭代丰富，2024 年公司研发人员达 328 人，占公司总人数比重达 19%，李劫博士引领公司疫苗迭代升级。2025H1 公司在研疫苗项目 20 余个，未来五年布局研发管线新苗 40 余个。



表4：公司在研项目丰富，疫苗持续迭代升级拓宽品类（截至 2025Q3）

	猪用疫苗	反刍疫苗	禽用疫苗	宠物疫苗/化药
2025 新获批文号	猪细小病毒灭活疫苗	牛支原体活疫苗等 4 款	新流法腺四联苗等 2 款	猫三联苗
新兽药注册阶段	猪瘟、伪狂二联苗等 5 款	牛 A 型魏氏梭菌苗	新支流法腺五联苗等 3 款	犬四联苗 猫四联苗
临床试验阶段	非瘟亚单位疫苗	牛口蹄疫三联苗等 2 款	鸭呼肠孤灭活疫苗	犬三联活疫苗 猫传腹 mRNA 疫苗
临床试验申报阶段	-	羊肺炎三联苗	-	-
实验室研究阶段	非瘟 mRNA 疫苗等 4 款	牛三联灭活疫苗等 3 款	新支法关四联疫苗等 2 款	宠物用骨关节炎产品等 2 款

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**建设动物 mRNA 疫苗研发生产平台，前瞻布局遥遥领先。**mRNA 疫苗相较于其他疫苗研发迭代速度快（能够快速迭代以应对变异毒株）、安全性高（无基因重组风险）、免疫保护效果好、生产效率高，是疫苗行业未来重要发展方向。2023 年公司建成全球首个动物 mRNA 疫苗生产车间并已通过农业农村部静态验收，2025 年 7 月公司猫传腹 mRNA 疫苗获临床实验批件，多个 mRNA 动物疫苗陆续进入注册申报阶段。

表5：mRNA 疫苗相较其他种类疫苗具有研发更新快、免疫效果好、安全性高等优点

疫苗类型	原理及优缺点
灭活疫苗	原理：以物理或化学方法将人工培养的病原体灭活，使其失去致病性但保留抗原性 优点：价格低廉、工艺简单、成熟、安全；缺点：接种剂量大，免疫期短，无法引起细胞免疫
减毒活疫苗	原理：经过各种处理使病原体变异，降低毒性同时保留抗原性 优点：成本低、免疫期长、同时激发体液及细胞免疫；缺点：研发速度慢，存在免疫不良反应、毒力返强隐患
亚单位疫苗	原理：通过合成加工提取病原体特定蛋白质结构，筛选出具有免疫活性片段制备疫苗 优点：安全性高，研发速度快；缺点：无法引起细胞免疫、交叉保护效率低
重组蛋白疫苗	原理：将病原体目的抗原基因构建在表达载体上，诱导其表达抗原蛋白并经过纯化制备疫苗 优点：工艺成熟、安全性高、可规模化生产；缺点：抗原性受所选用表达系统影响大，免疫原性弱
病毒载体疫苗	原理：将病原体目的抗原基因装入改造后无害的病毒，以其作为载体制备疫苗 优点：安全性高、工艺成熟、表达高效；缺点：可能预存免疫，有效性不足
DNA 疫苗	原理：将含有编码抗原蛋白的 DNA 注入动物体内，直接表达合成抗原蛋白 优点：研发更新快、成本低、免疫期长、同时激发体液及细胞免疫；缺点：可能存在基因重组风险
mRNA 疫苗	原理：将含有编码抗原蛋白的 mRNA 注入动物体内，直接表达合成抗原蛋白 优点：研发更新快、成本低、免疫期长、安全性高、同时激发体液及细胞免疫；缺点：体内稳定性弱

资料来源：张振江等《非洲猪瘟疫苗研究进展》、楚电峰等《mRNA 技术在动物疫病疫苗中的研究进展》、开源证券研究所

表6：公司 mRNA 疫苗产品远期规划丰富

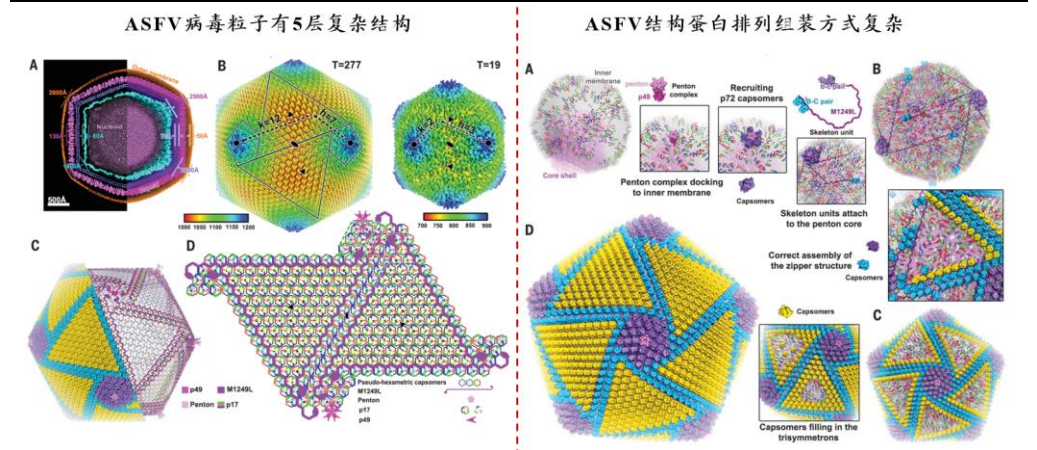
类型	远期规划产品
产品迭代升级	猪繁殖与呼吸综合征 mRNA 疫苗、猪流行性腹泻 mRNA 疫苗；狂犬病 mRNA 疫苗等
产品丰富补充	非洲猪瘟 mRNA 疫苗； 牛结节性皮肤病 mRNA 疫苗、牛结节性皮肤病、牛病毒性腹泻、牛传染性鼻气管炎三联 mRNA 疫苗 犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病、犬副流感、狂犬病五联 mRNA 疫苗 猫狂犬病、传染性腹膜炎、泛白细胞减少症、鼻气管炎、鼻结膜炎五联 mRNA 疫苗 猫传染性腹膜炎 mRNA 疫苗 奶牛抗菌核酸药物等产品

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、非瘟亚单位疫苗全球首发在即，公司先发优势明显有望充分受益

非瘟病毒结构复杂，疫苗研发难度大。非瘟病毒（ASFV）是一种具有高传染性和致命性的双链 DNA 病毒，猪是其唯一自然宿主。病毒平均直径 260 纳米，呈正二十面体，特有 5 层复杂结构（外膜、衣壳、双层内膜、核心壳层和基因组）。病毒颗粒包含 3 万余个蛋白亚基，病毒基因组可编码 150 种以上蛋白，其中功能未知蛋白超 50%，部分未知功能蛋白可参与病毒免疫逃逸。ASFV 结构复杂叠加基因组庞大导致非瘟病毒致病机制研究及疫苗研发难度较大。

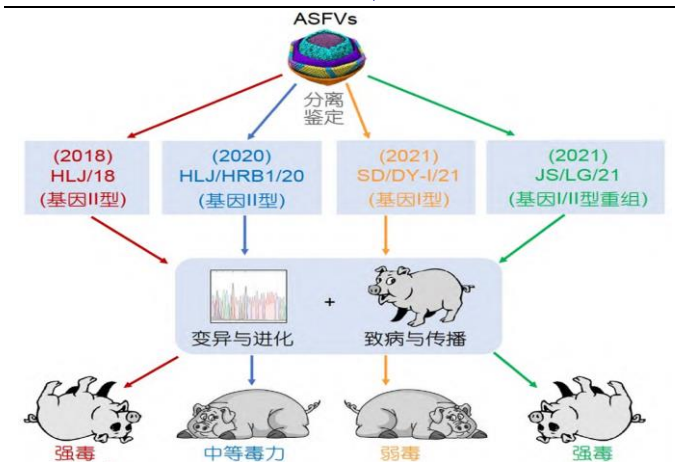
图22：非瘟病毒特有 5 层复杂结构且可编码 150 种以上蛋白，疫苗研发难度大



资料来源：Nan Wang et al《Architecture of African swine fever virus and implications for viral assembly》

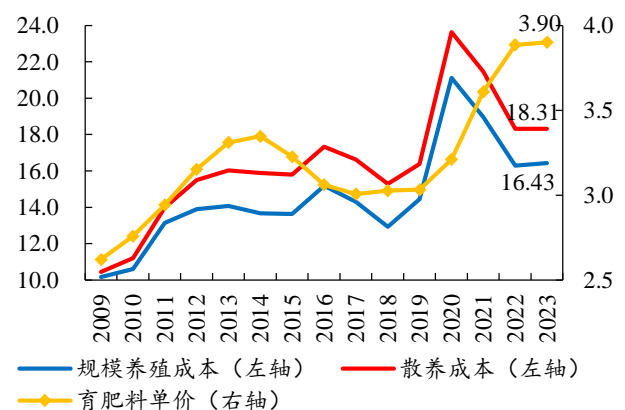
非瘟病毒防控难度加大，多维度推升养殖成本。非瘟病毒易传播、体外存活时间久，且近年来毒株变异趋于多元，防控难度加大。当前非瘟防控形势仍严峻，非瘟对生猪养殖成本抬升影响是综合的，除医疗防疫费用增加外，非瘟还导致猪场死淘率及料肉比提升、母猪生产效率下降。

图23：非瘟毒株变异趋于多元，防控难度加大



资料来源：张振江等《中国非洲猪瘟研究进展》

图24：非瘟及饲料涨价导致生猪养殖成本上升(元/公斤)



数据来源：Wind、开源证券研究所

非瘟疫苗有望显著降低生猪养殖成本及风险，高经济效益有望带动下游需求景气。据《全国农产品成本收益资料汇编》，2010-2018 年我国规模场生猪平均完全成本 13.49 元/公斤，2023 年 16.43 元/公斤，剔除饲料价格影响，我们测算由非瘟导致

的生猪完全成本上升 0.84 元/公斤（生猪均重假设 125 公斤/头，对应头均成本提升 105 元）。非瘟亚单位疫苗全程注射 2 头份，出厂价 20 元/头份，则可为规模场、散养户分别带来 65、75 元/头养殖成本净改善。若考虑养殖密度提升、养殖风险下降等隐性成本下降，则实际成本改善幅度或更大。非瘟疫苗解决生猪养殖痛点，高经济效益有望带动下游需求景气，实现渗透率快速提升。

表7：非瘟疫苗使用预计可显著改善生猪养殖成本

	规模养殖	散养
2010-2018 完全成本（元/公斤）	13.49	15.29
2023 完全成本（元/公斤）	16.43	18.31
2010-2018 饲料单价（元/公斤）	3.09	3.09
2023 饲料单价（元/公斤）	3.90	3.90
料肉比	2.6	2.6
2023 完全成本较非瘟前变动（元/公斤）	2.94	3.02
——饲料价格变动对成本影响（元/公斤）	2.10	2.10
——非瘟对成本影响（元/公斤）	0.84	0.92
出栏均重假设（公斤/头）	125	125
非瘟导致头均成本增加（元）	105	115
非瘟疫苗使用成本（元/头）	40	40
非瘟疫苗使用带来养殖成本改善（元/头）	65	75

数据来源：Wind、开源证券研究所

非瘟疫苗打开行业成长新空间,保守假设下仍可带来年 84.0 亿元增量市场空间。据国家统计局数据，2024 年我国生猪出栏约 7.03 亿头，同比-3.3%。假设我国生猪年均衡供应量约 7 亿头左右，育肥猪非瘟亚单位疫苗全程免疫需接种 2 头份，出厂价 20 元/头份，生产成本 7 元/头份，净利率 50%，保守假设（市场渗透率 30%）下，非洲猪瘟疫苗有望实现年 84.0 亿元销售收入，42 亿元净利润。

表8：按照 40 元/2 头份出厂价，保守假设下非瘟疫苗市场规模达 84.0 亿元

		销售均价（元/2 头份）					
		25	30	35	40	45	50
市 场 渗 透 率	10%	17.5	21.0	24.5	28.0	31.5	35.0
	20%	35.0	42.0	49.0	56.0	63.0	70.0
	30%	52.5	63.0	73.5	84.0	94.5	105.0
	40%	70.0	84.0	98.0	112.0	126.0	140.0
	50%	87.5	105.0	122.5	140.0	157.5	175.0
	60%	105.0	126.0	147.0	168.0	189.0	210.0
	70%	122.5	147.0	171.5	196.0	220.5	245.0
	80%	140.0	168.0	196.0	224.0	252.0	280.0
	90%	157.5	189.0	220.5	252.0	283.5	315.0
	100%	175.0	210.0	245.0	280.0	315.0	350.0

数据来源：开源证券研究所

**表9：按照 20 元/2 头份净利润，保守假设下非瘟疫苗年净利润有望达 42.0 亿元**

		销售净利润（元/2 头份）					
		5	10	15	20	25	30
市 场 渗 透 率	10%	3.5	7.0	10.5	14.0	17.5	21.0
	20%	7.0	14.0	21.0	28.0	35.0	42.0
	30%	10.5	21.0	31.5	42.0	52.5	63.0
	40%	14.0	28.0	42.0	56.0	70.0	84.0
	50%	17.5	35.0	52.5	70.0	87.5	105.0
	60%	21.0	42.0	63.0	84.0	105.0	126.0
	70%	24.5	49.0	73.5	98.0	122.5	147.0
	80%	28.0	56.0	84.0	112.0	140.0	168.0
	90%	31.5	63.0	94.5	126.0	157.5	189.0
	100%	35.0	70.0	105.0	140.0	175.0	210.0

数据来源：开源证券研究所

**公司非瘟亚单位疫苗全球首发在即，先发优势明显有望充分受益。**公司非瘟疫苗研发具备先发优势，亚单位、mRNA 疫苗多技术路径并进。2025 年 7 月生物股份等 6 家机构合作研发的非瘟亚单位疫苗临床试验首家获批，生物股份凭借前瞻布局 P3 实验室且具备完整攻毒资质，成为本次临床试验唯一承担单位。2025 年 11 月公司完成试验场免疫，2025 年 12 月末进行首轮攻毒试验，预计 2026 年 3 月进行第二轮攻毒试验，2026 年下半年或 2027 年疫苗有望上市。此外，公司非瘟亚单位疫苗亦同步在越南注册推进。全球范围看，2022 年越南曾上市两款自研基因缺失活疫苗，但存在毒株重组变异、不可逆反强等安全风险，后市或逐步淡出市场，公司非瘟亚单位疫苗有望成为全球真正意义上首款安全可靠的非瘟疫苗。

**表10：公司非瘟疫苗研发先发优势明显，有望充分受益**

上市公司	技术路径	相关合作研发团体	研发进展
生物股份	亚单位	中国科学院生物物理研究所	保护率达 83%-100%，首家获临床试验批件
中牧股份	(纳米颗粒)	中国科学院武汉病毒研究所	生物股份为本轮临床试验唯一承担单位
		广东兰玉生物、国药集团动保公司	
普莱柯	亚单位	兰研所	临床试验申请材料已提交，根据反馈补充材料中
科前生物	活载体	华中农大	临床试验申请材料已提交，根据反馈补充材料中
金河生物	冻干灭活疫苗	吉林百思万可等联合研发	临床试验申请材料准备中
生物股份	mRNA	蓝鹊生物等	实验室阶段，对筛选出的非洲猪瘟病毒抗原蛋白进行 mRNA 疫苗表达验证以及动物试验，多个靶点上展现了良好的保护效果

资料来源：各公司公告、开源证券研究所



## 4、口蹄疫苗基本盘稳固，聚焦非口战略成长动能强劲

### 4.1、政策驱动强免苗市场化加速，公司口蹄疫市场苗前瞻布局承接突破

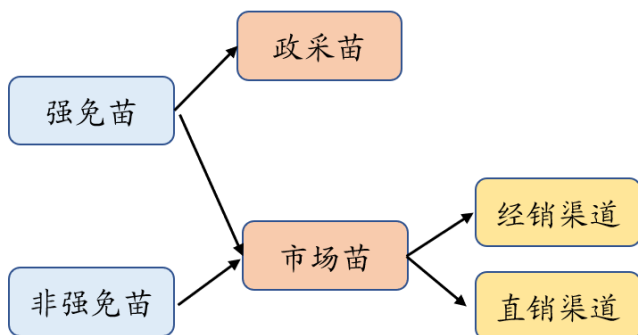
**政策驱动强免苗市场化加速。**2022 年《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022-2025）》指出 2025 年底前逐步全面停止政府招标采购强免苗，我国强免苗市场占比已由 2013 年 61%降至 2023 年 32%。同时“先打后补”政策全面推进，逐步实现强免苗养殖场自主采购、财政直补。强免苗对应动物疫病均为重大动物疫病，市场化销售后预计免疫率仍将维持较高水平。与政采苗相比，市场苗品质及单价均相对更高，但部分同质化强免市场苗品种竞争同步加剧。

表11：政策驱动强免苗市场化加速

政策	发布日期	重要内容
《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022-2025）》	2022-01	各省份可采用养殖场(户)自行免疫、第三方服务主体免疫、政府购买服务等多种形式，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
《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》	2020-11	2020-2021 年，在河北等 10 个省份规模养殖场户推进“先打后补”改革试点；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
《2020 年国家动物疫病强制免疫计划》	2019-12	各地要加快推进“先打后补”，力争在 2020 年实现规模养殖场全覆盖
《兽用生物制品经营管理办法（修订草案征求意见稿）》	2019-12	国家强制免疫兽用生物制品生产企业可以将本企业生产的兽用生物制品销售给各级人民政府畜牧兽医行政管理部门或使用人，也可授权其经销商销售
《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》	2016-07	猪瘟和高致病性猪蓝耳病退出强免；符合条件的养殖场户强免实行“先打后补”
《全国高致病性禽流感应急预案》	2004-02	高致病性禽流感纳入强制免疫
《中华人民共和国动物防疫法》	1997-07	国家对严重危害养殖业生产和人体健康的动物疫病实行计划免疫制度，强制免疫

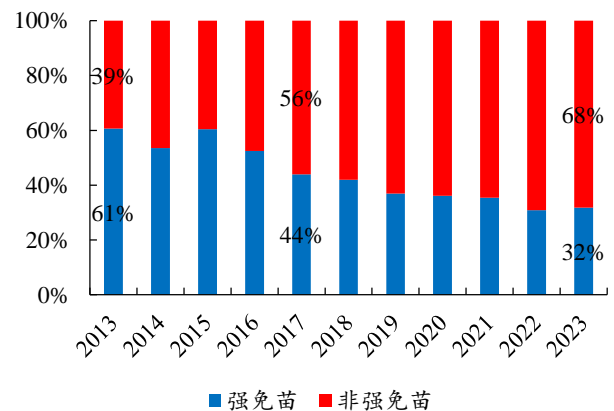
资料来源：农业农村部、开源证券研究所

图25：强免苗按销售渠道可分为政采苗和市场苗



资料来源：开源证券研究所

图26：2023 年强免苗市场份额占比降至 32%



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所



表12：2017 年猪蓝耳、猪瘟退出强制免疫品种序列

年份	强制免疫品种
2010 年-2016 年	高致病性禽流感、口蹄疫、猪瘟、高致病性猪蓝耳、小反刍兽疫
2017 年-2022 年	高致病性禽流感、口蹄疫、小反刍兽疫、布鲁氏菌病、包虫病

资料来源：农业农村部、开源证券研究所

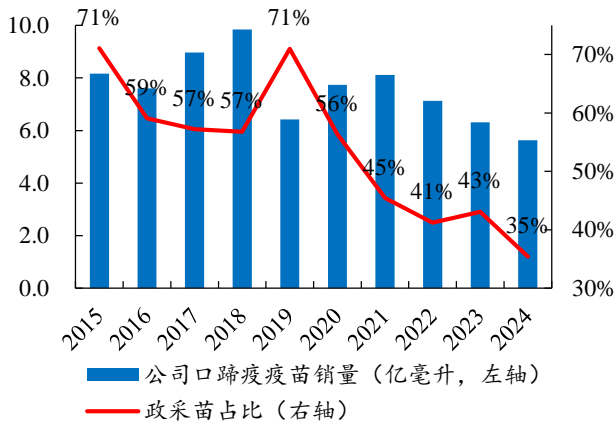
表13：我国动物强免病种涵盖猪、禽、反刍，反刍病种居多

病种	强免范围
口蹄疫	<b>猪</b> ：对全国所有猪进行 O 型口蹄疫免疫，是否实施 A 型免疫各地依情况而定 <b>反刍</b> ：对全国所有牛、羊、骆驼、鹿进行 O 型和 A 型口蹄疫免疫
高致病性禽流感	<b>禽</b> ：对全国所有鸡、鸭、鹅、鹌鹑等人工饲养的禽类根据实际情况选择适宜疫苗，进行 H5 亚型和(或)H7 亚型高致病性禽流感免疫
小反刍兽疫	<b>反刍</b> ：对全国所有羊进行小反刍兽疫免疫（非免疫无疫区可不实施免疫）
布鲁氏菌病	<b>反刍</b> ：对种畜以外的牛羊进行布鲁氏菌病免疫,种畜禁止免疫
包虫病	<b>反刍</b> ：内蒙古等重点疫区对羊进行免疫；川藏等省份可使用 5 倍剂量的羊棘球蚴病基因工程亚单位疫苗开展牦牛免疫

资料来源：农业农村部、开源证券研究所；注：猪瘟、新城疫、猪繁殖与呼吸综合征、牛结节性皮肤病、羊痘、狂犬病、炭疽各省根据情况决定是否强免

公司为口蹄疫市场苗龙头，有望承接更多政采出清份额。公司早在 2012 便率先布局口蹄疫市场苗，2015-2024 年公司口蹄疫疫苗销量拆分看，市场苗占比由 29% 提升至 65%。2024 年公司口蹄疫疫苗批签发数量占行业 23%，常年位居行业第一。当前口蹄疫苗价格战接近尾声，公司依托技术及市场化布局优势有望承接更多政采苗出清份额。

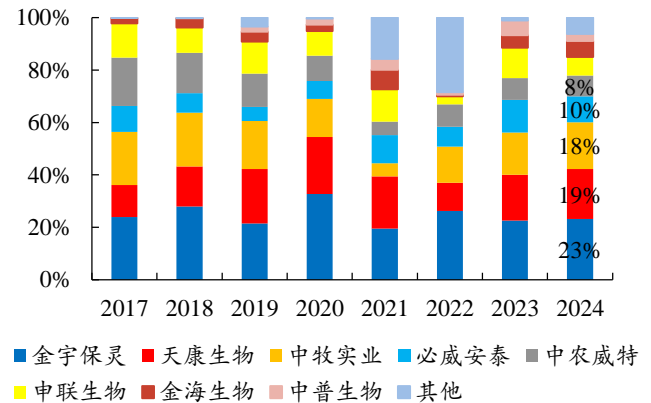
图27：2024 年公司口蹄疫政采苗销售占比降至 35%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：公司口蹄疫疫苗包括猪用及反刍用

图28：公司口蹄疫疫苗批签发常年行业第一

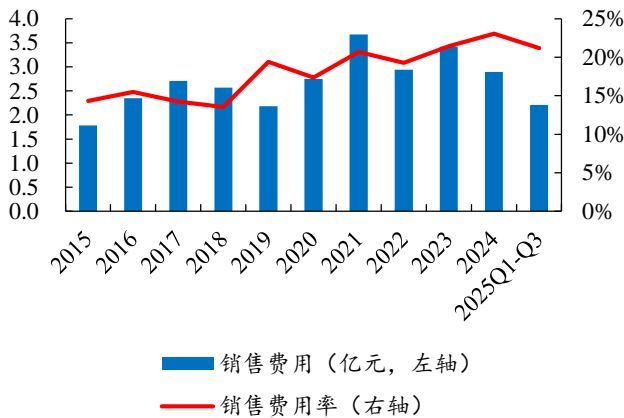


数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

## 4.2、加大营销投入聚焦非口战略，产品+服务驱动业绩持续增长

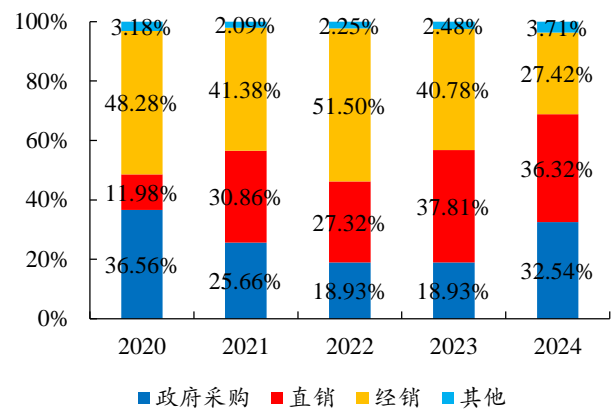
公司加大营销投入，聚焦非口战略。2025Q1-Q3 公司销售费用 2.21 亿元，同比 +13.58%，2020-2024 年公司直销营收占比由 12%提升至 36%，直销营收占比快速提升。公司重视大客户开发，截至 2025 年 6 月末，公司与行业内头部大型养殖集团的合作覆盖率已突破 90%。经销方面，公司对经销商体系进行优化，持续推进渠道进行下沉，为发力市场苗及非口产品奠定坚实基础。

图29：2025Q1-Q3 公司销售费用 2.21 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2024 年公司直销营收占比达 36%



数据来源：Wind、开源证券研究所

推出组合免疫策略及防疫整体解决方案，综合服务赋能业绩增长。公司率先提出“一针三防”组合免疫策略，带动公司多款疫苗市场份额提升且为养殖户带来养殖效率及收益提升，提高客户粘性。提供整体防疫解决方案是动保行业发展趋势，以猪蓝耳病为例，新牧网调研 68.63%的猪场希望厂家提供解决蓝耳病问题的全套方案并全程跟进，公司 2022 年提出“轻松解蓝 123”防疫整体解决方案，推进“疫苗+诊断检测+疫病防控+场景应用”一体化服务，有效提升产品的市场渗透率。

表14：组合免疫策略为猪场带来养殖效率提高

	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

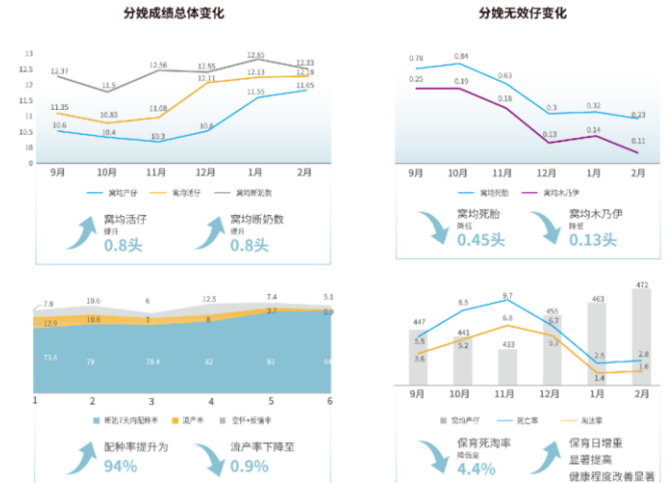
数据来源：公司官网、开源证券研究所

图31：公司“轻松解蓝 123”方案解决养户痛点



资料来源：金宇猪业资讯公众号

图32：样本猪场实施“轻松解蓝 123”后生产指标提升



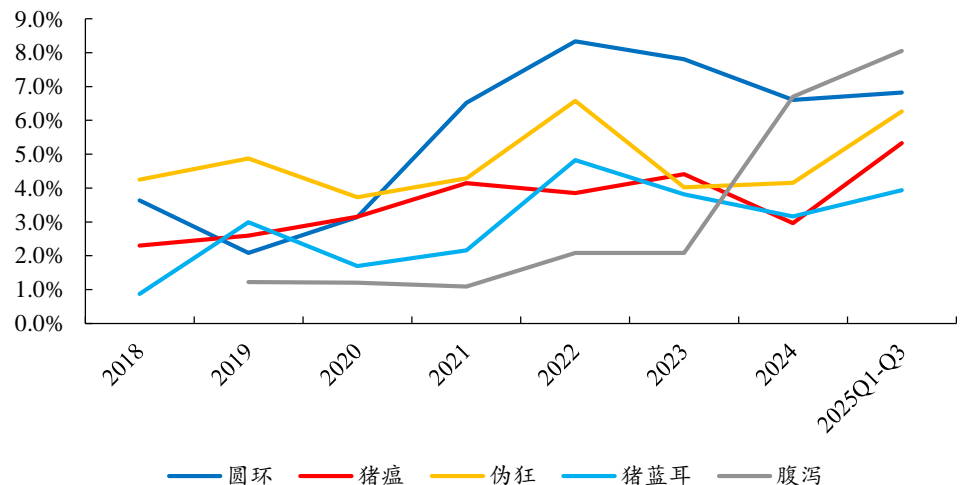
资料来源：金宇猪业资讯公众号

### 4.3、非口大单品多点开花快速放量，研发管线丰富成长动能强劲

#### 4.3.1、非口猪苗持续发力抢占市场，新品接力增长经营向上

伪狂、腹泻苗等核心单品市占率持续提升，新品储备充足接力增长。公司已有猪苗产品多元，猪圆支圆环、腹泻苗等大单品持续发力，市占率稳步提升。2025 前三季度公司猪瘟/伪狂/腹泻/蓝耳/圆环苗批签发市占率分别为 5.3%、6.3%、8.0%、3.9%、6.8%，分别较 2024 年提升 2.37、2.11、1.35、0.77、0.22pct。公司猪苗新品储备充足持续迭代丰富，新产品可依托原有猪苗市场基础快速导入下游养殖客户实现放量，在行业竞争加剧背景下接力业绩增长，抬升猪苗整体毛利率，实现猪苗经营正反馈。

图33：公司伪狂、腹泻苗等核心单品市占率持续提升



数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

表15：公司在研猪苗持续迭代丰富，多技术路线并进

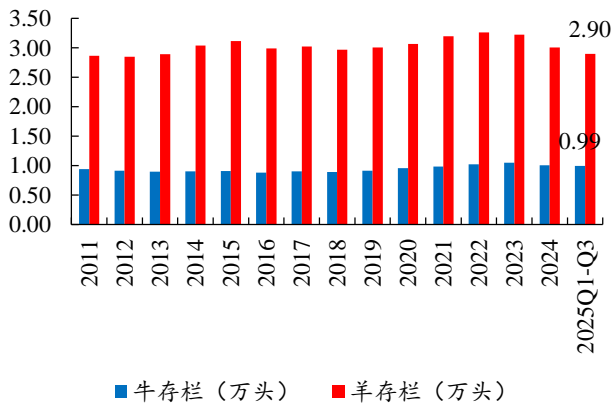
项目	产品名称	注册分类	项目进展
非洲猪瘟疫苗集成	非洲猪瘟亚单位疫苗	一类	临床试验阶段
猪细小病毒基因工程灭活疫苗	猪细小病毒杆状病毒载体灭活疫苗（rPP03 株）	三类	2025 新获批文号
塞内加谷灭活疫苗	猪塞内卡病毒灭活疫苗（CH/ZZ/2016 株，悬浮培养）	一类	新兽药注册阶段
猪伪狂犬基因缺失标记灭活疫苗	猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗（rPRV3 株）	三类	新兽药注册阶段
猪肺炎支原体亚单位灭活疫苗	猪肺炎支原体杆状病毒载体亚单位灭活疫苗（rLDH 株 rP46 株 rP97 株）	三类	新兽药注册阶段
猪瘟、猪伪狂犬病二联灭活疫苗	猪瘟、猪伪狂犬病基因工程二联灭活疫苗（E2+gB+gD，CHO 细胞源）	三类	新兽药注册阶段

资料来源：公司公告、开源证券研究所

#### 4.3.2、反刍苗：布病等优质大单品频出，技术领先在研项目丰富

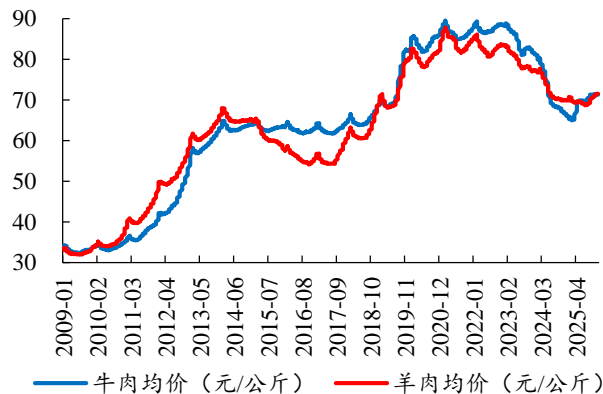
反刍价格步入景气周期，叠加反刍疫病以强免及人畜共患病居多，反刍苗景气度有支撑。据国家统计局，2025Q3 末我国牛、羊存栏分别为 0.99、2.90 亿头，分别同比-2.4%，-6.9%。牛羊存栏下降，价格步入上行周期，截至 2025 年 11 月 27 日，我国牛肉、羊肉价格分别为 71.30、71.37 元/公斤，分别同比+6.80%、+1.88%。牛羊价格景气上行，反刍疫苗需求有望跟随提升。反刍多人畜共患疫病，国家及养殖场户重视程度高叠加反刍养殖利润率相对生猪更高，反刍疫病免疫密度有望维持较高水平进而支撑反刍苗景气度。

图34：2025Q3 末我国牛、羊存栏分别同比-2.4%，-6.9%



数据来源：My steel、国家统计局、开源证券研究所

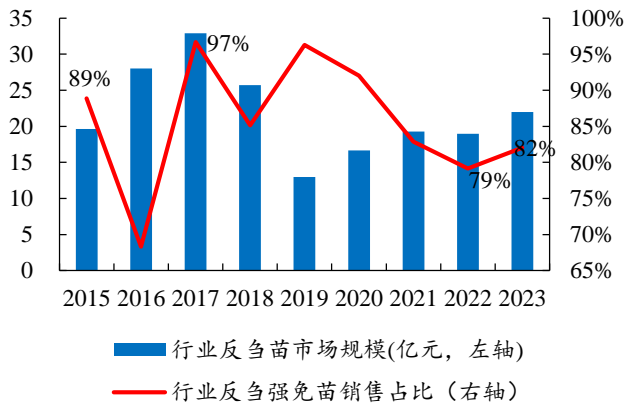
图35：牛羊存栏下降，牛羊肉价格步入上行周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

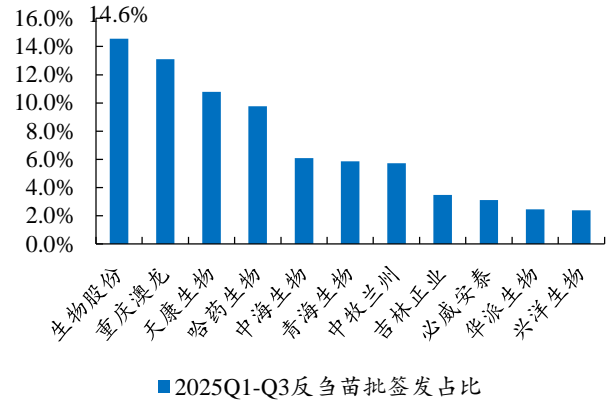
反刍多人畜共患疫病，蓝海市场空间广阔。2023 年我国反刍苗市场规模达 21.99 亿元，同比逆势增长 15.92%。反刍苗蓝海市场，头部企业市场份额高，竞争激烈程度低于猪苗及禽苗，2025Q1-Q3 行业 TOP5 反刍苗批签发市占率为 54.3%，其中生物股份市占率 14.6%，居行业第一。

图36：2023 年我国反当苗市场规模达 21.99 亿元



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

图37：2025Q1-Q3 公司反当苗批签发居行业第一



数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

公司反当苗以布病、口蹄疫、牛二联苗为主，产品矩阵持续丰富。公司反当强免苗以布疫苗和口蹄疫苗为主（占公司 2025Q1-Q3 反当苗批签发比重分别为 18%、17.6%），牛二联苗批签发占比 11.2%，为重要单品。羊苗方面，小反当兽疫苗、羊快疫联苗批签发量快速提升，2025 年公司牛结节苗、牛支原体苗等多款反当苗均获批签发，产品矩阵持续丰富。

表16：公司反当苗批签发以口蹄疫、布病、牛二联苗为主，产品矩阵持续丰富

产品	生产公司	批签发数量	占比
布鲁氏菌病活疫苗（S19 株）	金宇保灵	6	2.9%
布鲁氏菌病活疫苗（A19 株）	金宇保灵	8	3.9%
布鲁氏菌病活疫苗（Rev.1 株）	金宇保灵	4	2.0%
布鲁氏菌病活疫苗（S2 株）	金宇保灵	11	5.4%
布鲁氏菌基因缺失活疫苗（M5-90△26 株）	金宇保灵	6	2.9%
布鲁氏菌基因缺失活疫苗（M5-90△26 株）	金宇保灵	2	1.0%
<b>布疫苗合计</b>	<b>金宇保灵</b>	<b>37</b>	<b>18.0%</b>
口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/HB/HK/99 株+AF/72 株，悬浮培养）	金宇保灵	5	2.4%
口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010 株+Re-A/WH/09 株）	金宇保灵	25	12.2%
口蹄疫 O 型灭活疫苗（OJMS 株）	金宇保灵	6	2.9%
<b>口蹄疫苗合计</b>	<b>金宇保灵</b>	<b>36</b>	<b>17.6%</b>
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)	金宇保灵	22	10.7%
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，悬浮培养)	金宇保灵	1	0.5%
<b>牛二联苗合计</b>	<b>金宇保灵</b>	<b>23</b>	<b>11.2%</b>
牛多杀性巴氏杆菌病灭活疫苗	保灵/益康	10	4.9%
牛结节性皮肤病灭活疫苗（NMG 株,悬浮培养）	金宇保灵	14	6.8%
牛支原体活疫苗（HB150 株）	金宇保灵	4	2.0%
气肿疽灭活疫苗	金宇保灵	9	4.4%
山羊传染性胸膜肺炎灭活疫苗（山羊支原体山羊肺炎亚种 C87001 株）	金宇保灵	14	6.8%
山羊痘活疫苗	保灵/益康	9	4.4%
<b>小反当兽疫苗（Clone9 株）</b>	<b>金宇保灵</b>	<b>22</b>	<b>10.7%</b>
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	金宇保灵	9	4.4%
羊快疫、猝狙、羔羊痢疾、肠毒血症三联四防灭活疫苗	金宇保灵	10	4.9%



羊快疫、猝狙、羔羊痢疾、肠毒血症四联干粉灭活疫苗	金宇保灵	8	3.9%
羊快疫联苗合计	金宇保灵	27	13.2%
2025Q1-Q3 反当苗批签发合计		205	100%

数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

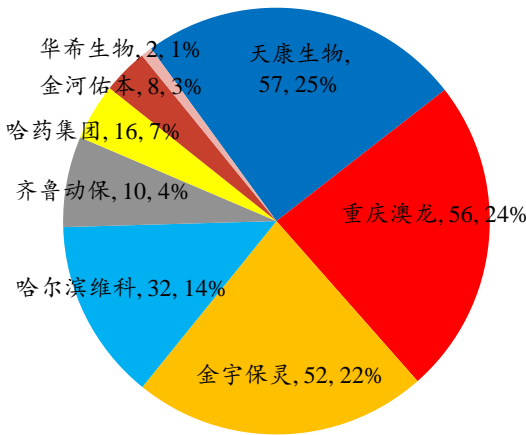
**布病苗持续推出优质大单品，技术领先产品错位竞争持续成长。**公司现有布病疫苗产品包括活疫苗（S2 株、A19 株、Rev.1 株、S19 株）、基因缺失活疫苗（M5-90  $\Delta$ 26 株）。公司布病 M5-90 和 Rev.1 两大优质单品定价策略不同，Rev.1 技术领先定位高端与 M5-90 实现错位竞争，2024 年公司布病苗批签发排名居行业前三。

表17：公司布病苗优势突出，技术领先错位竞争持续成长

布病疫苗类型	优势
布鲁氏菌基因缺失活疫苗（M5-90 $\Delta$ 26 株）	（1）解决传统布病疫苗无法标记区分疫苗免疫和自然感染问题，有利于疫病监测、畜群净化、无疫区建立和巩固 （2）对羊安全、有效，显著降低免疫羊对强毒的易感性及孕羊流产
布鲁氏菌病活疫苗（Rev.1 株）	（1）与传统口服/饮水/皮下免疫方式相比，采用滴眼式免疫，简单安全，接种量小，不发生水平传播，可有效降低生物安全风险 （2）抗体转阴快，有利于自然感染鉴别诊断 （3）免疫抗体转阴后仍能够有效长时间有效抵抗强毒攻击，具有良好免疫保护力

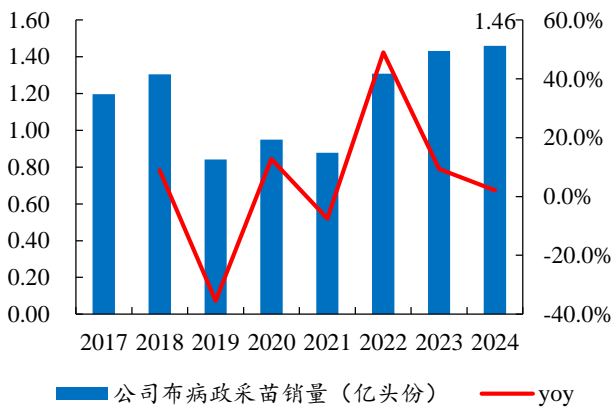
资料来源：布鲁氏菌病防控技术高峰论坛、公司公告、开源证券研究所

图38：2024 年公司布病批签发排名居行业前三



数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

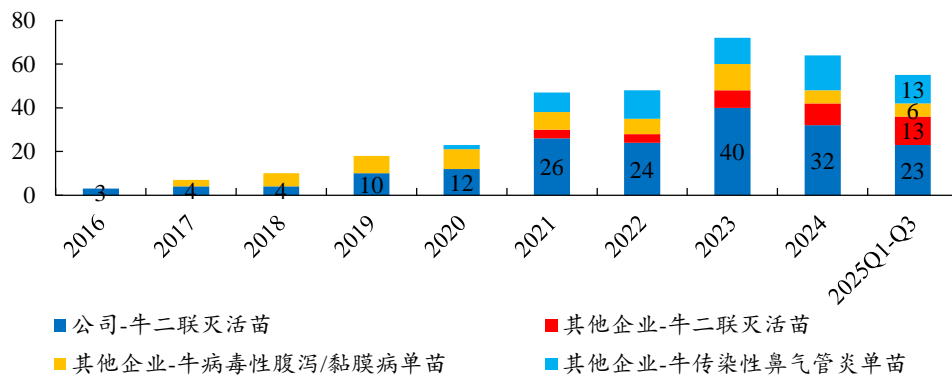
图39：公司 2024 年布病政采苗销量同比+2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**牛二联苗为公司反当非强免重要单品，解决行业痛点持续放量。**牛二联灭活苗即牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联灭活疫苗是公司反当非强免苗一大重要单品，牛传染性鼻气管炎和牛病毒性腹泻分别为我国二类、三类动物疫病，前者会引发母牛流产死胎及严重呼吸道疾病，后者会引起免疫抑制、母畜流产死胎和畸胎等问题。且由于病毒持续性感染，牛群净化费用昂贵，由此带来的年损失近 20 亿元。公司 2016 年牛二联灭活苗成功研发并获批签发（技术领先，同行 2021 年才推出同类二联苗），公司牛二联苗一针两防解决行业痛点持续放量，2025Q1-Q3 公司牛二联苗批签发占行业两类疫病疫苗批签发总量 42%，占行业牛二联苗批签发总量 64%，处绝对领先地位。

图40：2016 年公司牛二联灭活苗率先获批签发，处领先地位



数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

表18：牛传染性鼻气管炎及牛病毒性腹泻导致母牛流产死胎等问题，发病牛群净化控制费用昂贵

疫病类型	疫病分级	危害
牛传染性鼻气管炎	二类	引起母牛流产死胎、成年牛肠炎和犊牛脑炎、引起牛结膜炎和角膜炎继发性的细菌感染，可导致严重呼吸道疾病
牛病毒性腹泻	三类	引起免疫抑制、母畜流产、死胎和畸胎等

**综合影响：**病毒持续性感染导致病牛机体免疫机能损害甚至终身带毒散毒，带来养殖隐型风险；发病牛群净化控制费用昂贵，导致出口限制，参考国际计算方法，可导致我国年损失近 20 亿元。

资料来源：创新内蒙古公众号、开源证券研究所

公司反当苗在研项目储备充足，技术及布局领先，成长动能强劲。2025 年公司牛支原体活疫苗等 4 款反当苗新获批生产文号，反当疫苗研发形成梯队且储备充足。从技术路径看，灭活苗、活苗、重组蛋白亚单位苗、多联苗均有涉及，产品矩阵持续丰富迭代升级。公司重大疫病疫苗研发持续攻坚，技术领先叠加布局领先助力公司反当苗持续成长，动能强劲。

表19：公司反当在研项目丰富，技术及布局领先

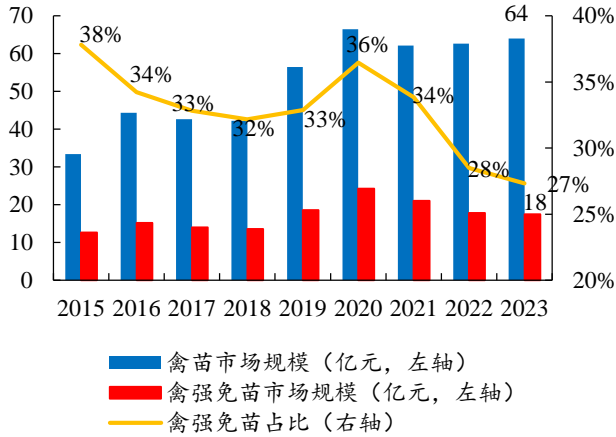
项目名称	注册分类	研发进展
牛支原体活疫苗（HB150 株）	一类	2025 新获批文号
牛产气荚膜梭菌病（A 型）灭活疫苗（CNM0708 株）	二类	2025 新获批文号
布鲁氏菌基因缺失活疫苗(RM6 株，粗糙型)	三类	2025 新获批文号
牛产气荚膜梭菌病（A 型）基因工程亚单位疫苗	二类	2025 新获批文号
牛 A 型魏氏梭菌类毒素重组蛋白亚单位疫苗	二类	新兽药注册阶段
牛巴氏杆菌、曼氏杆菌二联灭活疫苗	三类	临床试验阶段
牛口蹄疫、腹泻、鼻气管炎三联灭活疫苗	三类	获临床试验批件
羊肺炎支原体、副流感病毒 3 型、曼氏杆菌三联灭活疫苗	三类	临床试验申报阶段

资料来源：公司公告、开源证券研究所

#### 4.3.3、禽苗：经营管理重构，有望实现修复增长

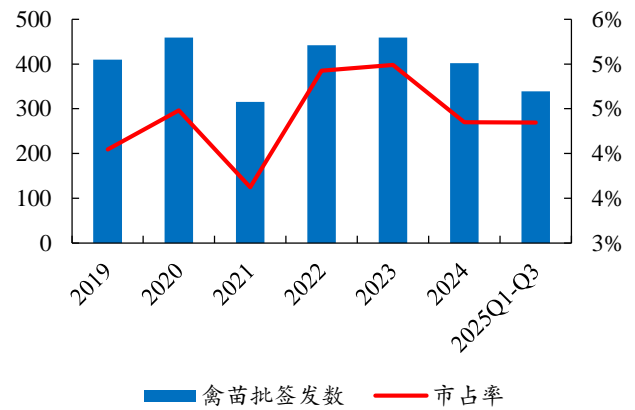
经营管理重构产品储备充足，有望实现修复增长。2015-2023 年我国禽用疫苗市场规模由 33 亿元提升至 63 亿元，强免苗占比由 38%下降至 27%。公司禽苗市占率相对稳定，鸡新城疫多联苗、高致病性禽流感疫苗是公司核心品种，且在研项目丰富。公司 2023 年对禽用疫苗生产主体金宇益康经营管理进行较大调整，重新搭建销售团队，组建专属技术服务团队突破多个重点大客户，2025H1 推动直销渠道禽流感等重点禽用疫苗产品收入 yoy+36%。

图41：2023 年我国禽苗销售中强免苗占比下降至 27%



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

图42：公司禽苗批签发市占率相对稳定



数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

表20：公司持续推出禽苗新品

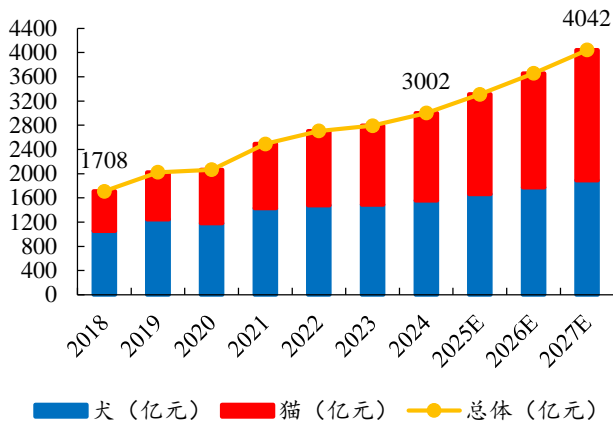
项目名称	注册分类	研发进展
鸡新流法腺四联灭活疫苗	三类	2025 新获批文号
鸡新流腺三联灭活疫苗	三类	2025 新获批文号
新支流法腺五联灭活疫苗	三类	新兽药注册阶段
新支流鼻四联灭活疫苗	三类	新兽药注册阶段
鹅新城疫、小鹅瘟基因工程二联灭活疫苗（A-VII 株+GPVP3/Bac 株）	三类	新兽药注册阶段
鸭呼肠孤灭活疫苗	三类	临床试验阶段

资料来源：公司公告、开源证券研究所；

#### 4.3.4、宠物苗：蓝海市场持续扩容，公司强强联合打造中国宠物疫苗第一品牌

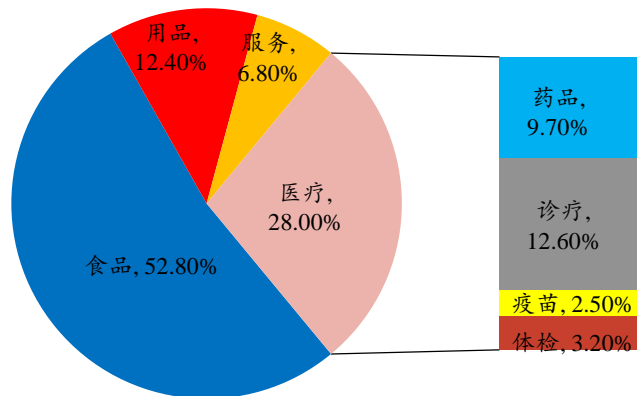
我国宠物疫苗市场规模约 73 亿元，市场空间广阔稳步扩容。2024 年我国宠物（猫犬）消费市场规模达 3002 亿元，同比+7.48%，2018-2024 年 CAGR 达 9.86%，其中宠物疫苗消费占比 2.5%，对应市场规模约 75 亿元，宠物疫苗仍属蓝海市场，宠物消费市场规模提升、猫犬免疫率提升以及国产疫苗替代共同驱动宠物疫苗市场扩容，先布局的技术创新龙头持续推出高质量新品，竞争占优。

图43：2024 年我国猫犬宠物消费市场规模达 3002 亿元



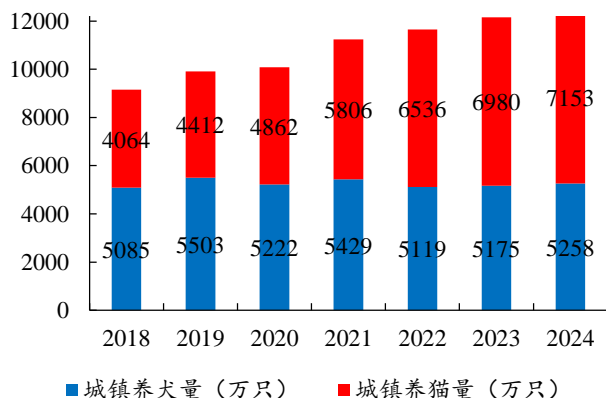
数据来源：《中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图44：宠物消费结构看，宠物疫苗占比 2.5%



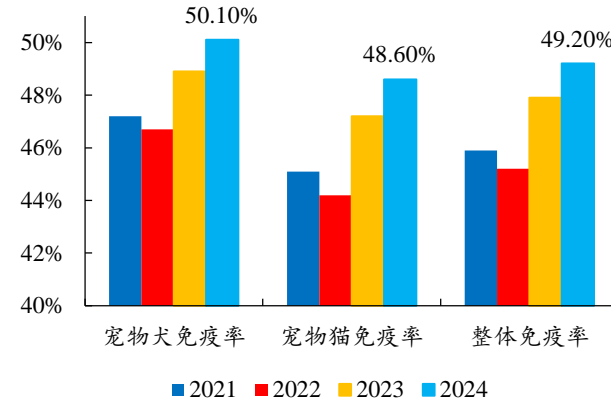
数据来源：《中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图45：我国城镇家养猫犬数量持续呈上行态势



数据来源：《中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

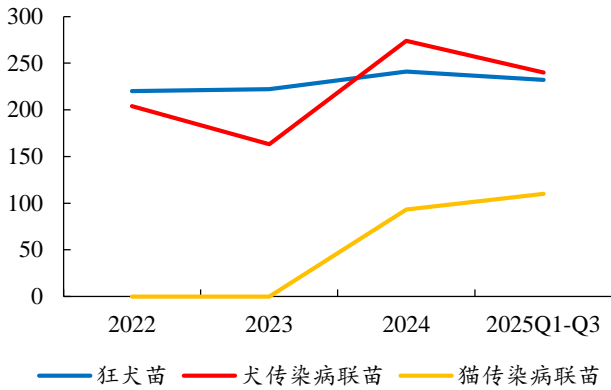
图46：宠物健康观念深化，宠物疫苗免疫率趋势上行



数据来源：《中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

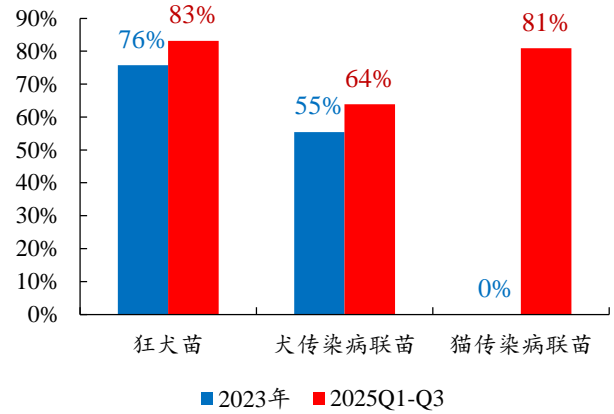
国产宠物苗正强势崛起，市占率持续提升。宠物疫苗可分为狂犬苗、犬传染病联苗、猫传染病联苗。从 2025Q1-Q3 宠物苗批签发看，国产品牌全面超越，狂犬苗、犬传染病联苗批签发市占率提升至 83%、64%，猫传染病联苗 2023 年批签发虽全为进口品牌，但 2023 年 8 月以来瑞普生物等多家公司猫三联苗已陆续通过农业部应急评价，2025Q1-Q3 国产品牌猫三联苗批签发市占率提升至 81%。

图47：国产品牌宠物苗批签发占比正强势崛起



数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

图48：2025Q1-Q3 国产猫三联苗批签发市占率达 81%



数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

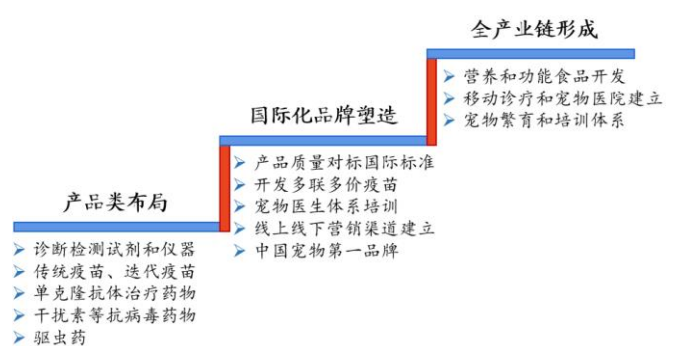
公司狂犬苗布局先行，与日本共立强强联合打造中国宠物疫苗第一品牌。公司目前已上市宠物苗为狂犬苗、犬二联苗、猫三联苗。2019 年公司与日本共立（全球宠物疫苗 TOP3）合资成立金宇共立（国内首家中外合资宠物动保公司），日本共立拥有研发、质控、产品及品牌优势，公司具有工艺技术、智能制造及产品转化优势，强强联合有望打造中国宠物疫苗第一品牌。**新苗研发方面**，2025 年公司猫三联苗上市放量，多款猫犬联苗在研。mRNA 技术平台充分赋能公司猫犬联苗研发，2025 年 7 月公司猫传腹 mRNA 疫苗获临床试验批件（预计 2028 年左右国内上市，公司同步推进与硕腾、礼来等海外市场巨头合作）。据华经产业研究院，2024 年我国猫三联苗市场规模达 35 亿元，猫传腹苗国内市场空间有望与猫三联苗达同等量级，国内外合计市场规模有望突破百亿元。公司有望先发落地受益。长期看，公司宠物板块全线布局疫苗、化药及体检诊疗，在研项目充足叠加技术加持，成长值得期待。

图49：金宇共立已于 2023 年 7 月通过 GMP 静态认证



资料来源：金宇生物股份公众号、开源证券研究所

图50：公司宠物板块旨在打造中国宠物疫苗第一品牌



资料来源：金宇生物股份公众号、开源证券研究所

表21：公司宠物苗在研项目充足，放量可期

项目名称	注册分类	研发进展
猫泛白细胞减少症、鼻气管炎、杯状病毒病三联灭活疫苗	三类	2025 新获批文号
猫传染性腹膜炎 mRNA 疫苗	三类	获临床试验批件
犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病、犬副流感四联疫苗	三类	新兽药注册阶段
猫狂犬病、泛白细胞减少症、鼻气管炎、杯状病毒病四联灭活疫苗	三类	新兽药注册阶段
犬瘟热、细小病毒、腺病毒 2 型三联活疫苗	三类	临床试验阶段

资料来源：公司公告、开源证券研究所；



## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、盈利预测

#### 猪用疫苗

**(1) 猪用口蹄疫疫苗：**2025 年猪用口蹄疫疫苗竞争激烈，但同时价格战接近尾声，预计 2026-2027 年公司口蹄疫疫苗毛利率企稳，市场份额提升。我们预计 2025-2027 年公司猪用口蹄疫疫苗营收分别为 2.55/2.86/3.10 亿元，同比 -1.92%/+12.06%/+8.62%，毛利率分别为 49.33%/49.42%/49.46%。

**(2) 圆支圆环苗：**公司重要单品持续放量，预计 2025-2027 年营收分别为 2.23/2.45/2.70 亿元，同比 -15.00%/+10.00%/+10.00%，毛利率分别为 59.00%/59.00%/59.00%。

**(3) 非瘟疫苗：**公司非瘟疫苗研发第一梯队，亚单位、mRNA 及基因缺失减毒活疫苗多技术路径并进。2025 年 7 月生物股份等 6 家机构合作研发的非瘟亚单位疫苗临床试验首家获批，生物股份非瘟疫苗最早 2026H2 有望上市，上市或快速放量。我们预计 2026-2027 年公司非瘟疫苗收入分别为 16.80/33.60 亿元，毛利率 65%左右。

**(4) 其他猪用疫苗：**公司猪用疫苗不断迭代丰富，蓝耳、腹泻苗是公司发力的重点，产品策略组合免疫一针多防，老苗抢占市场，新苗顺势导入，预计 2025-2027 年公司其他猪用疫苗营收分别为 0.97/1.16/1.39 亿元，同比+15.00%/+20.00%/+20.00%，毛利率分别为 60.00%/60.00%/60.00%。

综上，预计 2025-2027 年公司猪用疫苗营收分别为 5.75/23.27/40.79 亿元，同比 -5.24%/+304.91%/+75.30%，毛利率分别为 54.88%/62.20%/63.25%。

#### 反刍疫苗

**(1) 反刍口蹄疫疫苗：**预计 2025-2027 年营收分别为 2.12/2.37/2.65 亿元，同比 -15.36%/+11.86%/+11.91%，毛利率分别为 49.33%/49.42%/49.46%。

**(2) 反刍非口疫苗：**反刍多人畜共患病，景气度高，持续增长，公司反刍非口苗大单品当前有布病苗、牛二联苗持续发力，新品羊快疫联苗、小反刍兽疫苗放量在即，且在研项目丰富，成长势能强劲，预计 2025-2027 年营收分别为 2.25/2.70/3.11 亿元，同比+5.00%/+20.00%/+15.00%，毛利率分别为 70.00%/70.00%/70.00%。

综上，预计 2025-2027 年公司反刍疫苗营收分别为 4.37/5.07/5.76 亿元，同比 -5.96%/+16.06%/+13.56%，毛利率分别为 59.99%/60.39%/60.55%。

**禽用疫苗：**公司 2024 年对禽用疫苗生产主体金宇益康经营管理进行较大调整，重新搭建销售团队，2025-2027 年公司禽苗业务有望实现恢复增长，公司禽苗发力重点包括禽流感苗、鸡新城疫多联苗，预计 2025-2027 年公司禽用疫苗营收分别为 2.40/2.64/2.90 亿元，同比 +10.00%/+10.00%/+10.00%，毛利率分别为 43.00%/43.00%/43.00%。

**其他生物制品：**主要为宠物疫苗及兽医化药。公司猫三联苗上市放量，多款宠物新疫苗稳步推进。预计 2025-2027 年公司其他生物制品营收分别为 0.36/0.54/0.70 亿元，同比+300.00%/+50.00%/+30.00%，毛利率分别为 66.00%/66.00%/66.00%。

**表22：受益于非瘟疫苗上市放量，2026-2027 年公司营业利润有望实现高增长**

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>猪用疫苗</b>				
营业收入（亿元）	6.07	5.75	23.27	40.79
yoy	-25.58%	-5.24%	+304.91%	+75.30%
营业利润（亿元）	3.33	3.15	14.48	25.80
yoy	-33.64%	-5.26%	+358.99%	+78.25%
毛利率	54.89%	54.88%	62.20%	63.25%
<b>反刍疫苗</b>				
营业收入（亿元）	4.65	4.37	5.07	5.76
yoy	+5.57%	-5.96%	+16.06%	+13.56%
营业利润（亿元）	2.62	2.62	3.06	3.49
yoy	-4.48%	-0.03%	+16.84%	+13.86%
毛利率	56.43%	59.99%	60.39%	60.55%
<b>禽用疫苗</b>				
营业收入（亿元）	2.18	2.40	2.64	2.90
yoy	+5.00%	+10.00%	+10.00%	+10.00%
营业利润（亿元）	0.96	1.03	1.14	1.25
yoy	+2.67%	+7.50%	+10.00%	+10.00%
毛利率	44.00%	43.00%	43.00%	43.00%
<b>其他生物制品</b>				
营业收入（亿元）	0.09	0.36	0.54	0.70
yoy	+5.00%	+300.00%	+50.00%	+30.00%
营业利润（亿元）	0.06	0.24	0.36	0.46
yoy	+6.62%	+300.00%	+50.00%	+30.00%
毛利率	66.00%	66.00%	66.00%	66.00%
<b>其他业务</b>				
营业收入（亿元）	0.70	0.74	0.77	0.81
yoy	-44.98%	+5.00%	+5.00%	+5.00%
营业利润（亿元）	0.35	0.37	0.39	0.41
yoy	-44.98%	+3.85%	+5.00%	+5.00%
毛利率	50.55%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>合计</b>				
营业收入（亿元）	12.55	13.61	32.30	50.97
yoy	-21.45%	+8.43%	+137.24%	+57.83%
营业利润（亿元）	6.76	7.41	19.42	31.41
毛利率	61.88%	55.17%	59.19%	53.86%
归母净利（亿元）	1.09	1.88	7.12	12.11
yoy	-61.57%	+72.05%	+279.98%	+69.93%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：2024-2027 年各类疫苗营收细分拆分等数据为开源证券研究所主观估算值

## 5.2、估值分析及投资建议

公司为我国动保行业创新龙头，研发体系完善、研发投入行业前列。**非瘟疫苗方面**，公司为本轮非瘟疫苗临床试验唯一承担单位，2026H2 或 2027 年疫苗有望上市，先发优势明显，有望充分受益。**传统疫苗方面**，老苗种以价换量提高市占率，并持续推出新苗种带动业绩增长。**(1) 猪用疫苗**：口蹄疫苗抢占市场，圆支圆环、腹泻苗持续发力。**(2) 反刍疫苗**：市场景气，公司大单品频出，成长动能强劲。**(3) 禽用疫苗**：管理经营重构，有望实现修复增长。**(4) 宠物疫苗**：猫三联苗上市放量，猫传腹 mRNA 苗临床试验获批，多款猫犬联苗在研值得期待。

公司业绩增长动能强劲，且非瘟疫苗上市确定性逐步增强，我们维持公司 2025 年盈利预测不变，上调 2026-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.88/7.12/12.11（原 2026-2027 年预测分别为 3.52/5.08）亿元，EPS 分别为 0.17/0.64/1.09 元，当前股价对应 PE 分别为 98.5/25.9/15.3。鉴于公司高成长性，给予公司一定估值溢价，维持“买入”评级。

**表23：鉴于公司高成长性，给予公司一定估值溢价（2026 年 01 月 08 日收盘价）**

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS				PE(X)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603566.SH	普莱柯	12.85	0.27	0.59	0.67	0.81	47.6	21.8	19.2	15.9
300119.SZ	瑞普生物	19.68	0.65	0.98	1.15	1.33	30.1	20.1	17.1	14.8
688526.SH	科前生物	16.01	0.82	1.03	1.26	1.51	19.5	15.5	12.7	10.6
600195.SH	中牧股份	8.00	0.07	0.24	0.3	0.37	115.3	33.3	26.7	21.6
均值							<b>53.1</b>	<b>22.7</b>	<b>18.9</b>	<b>15.7</b>
600201.SH	生物股份	16.61	0.10	0.17	0.64	1.09	169.4	98.5	25.9	15.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除瑞普生物、中牧股份 EPS 及 PE 为 Wind 一致预测外，其他公司 EPS 及 PE 均为开源证券研究所农林牧渔团队预测值

## 6、风险提示

(1) 猪价持续低迷：动保行业下游客户为养殖场，若猪价持续低迷，下游养殖不景气，客户降低动保疫苗使用率，对公司业绩产生负面影响。

(2) 行业竞争加剧：国内兽用生物制品企业数量增加，竞争加剧，若公司产品无法满足客户需求，或面临盈利下滑风险。

(3) 非瘟疫苗兑现不及预期：公司非瘟疫苗研发进展推进受相关部门政策及流程影响，且后续非瘟疫苗商业化兑现存在一定不确定性。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3016	2191	2925	3771	5129
现金	1712	1140	1577	1877	2808
应收票据及应收账款	870	649	831	649	1031
其他应收款	34	33	36	131	136
预付账款	17	7	13	36	44
存货	322	295	330	972	1012
其他流动资产	61	68	138	106	98
<b>非流动资产</b>	3857	4573	3979	4208	4194
长期投资	266	272	262	251	241
固定资产	1524	1621	1652	1756	1752
无形资产	729	653	630	601	560
其他非流动资产	1337	2028	1435	1601	1641
<b>资产总计</b>	6873	6765	6904	7979	9323
<b>流动负债</b>	840	725	956	1373	1592
短期借款	0	15	15	15	15
应付票据及应付账款	324	296	298	542	530
其他流动负债	516	414	643	816	1048
<b>非流动负债</b>	377	624	387	422	445
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	377	624	387	422	445
<b>负债合计</b>	1218	1349	1343	1795	2037
少数股东权益	288	101	93	61	7
股本	1120	1120	1112	1112	1112
资本公积	892	765	765	765	765
留存收益	3673	3693	3816	4284	5081
<b>归属母公司股东权益</b>	5367	5314	5468	6123	7279
<b>负债和股东权益</b>	6873	6765	6904	7979	9323

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	415	290	333	646	1046
净利润	277	104	179	681	1157
折旧摊销	189	217	190	209	227
财务费用	-56	-50	-54	-90	-133
投资损失	2	12	12	12	12
营运资金变动	-129	-55	0	-156	-205
其他经营现金流	132	61	6	-10	-12
<b>投资活动现金流</b>	-740	-453	323	-414	-214
资本支出	273	90	385	375	185
长期投资	0	7	11	10	10
其他投资现金流	-467	-370	697	-49	-40
<b>筹资活动现金流</b>	111	-75	-219	68	100
短期借款	-10	15	-0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	57	-127	0	0	0
其他筹资现金流	64	36	-219	68	100
<b>现金净增加额</b>	-214	-239	438	299	932

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	1598	1255	1361	3230	5097
营业成本	656	579	620	1288	1956
营业税金及附加	23	22	24	56	89
营业费用	339	289	324	662	1019
管理费用	153	143	159	323	484
研发费用	143	137	142	291	459
财务费用	-56	-50	-54	-90	-133
资产减值损失	-36	-31	-34	-80	-126
其他收益	40	58	40	40	40
公允价值变动收益	-6	3	3	3	3
投资净收益	-2	-12	-12	-12	-12
资产处置收益	-0	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	315	125	215	816	1387
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	316	125	215	817	1388
所得税	39	21	36	136	231
<b>净利润</b>	277	104	179	681	1157
少数股东损益	-7	-5	-8	-32	-54
<b>归属母公司净利润</b>	284	109	188	712	1211
EBITDA	453	308	369	978	1549
EPS(元)	0.26	0.10	0.17	0.64	1.09

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	4.6	-21.4	8.4	137.2	57.8
营业利润(%)	23.6	-60.5	72.2	280.3	70.0
归属于母公司净利润(%)	34.6	-61.6	72.0	280.0	69.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	59.0	53.9	54.5	60.1	61.6
净利率(%)	17.7	8.7	13.8	22.1	23.8
ROE(%)	4.9	1.9	3.2	11.0	15.9
ROIC(%)	4.0	1.3	2.6	9.9	14.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.7	19.9	19.5	22.5	21.8
净负债比率(%)	-23.8	-14.4	-22.9	-25.1	-33.9
流动比率	3.6	3.0	3.1	2.7	3.2
速动比率	3.2	2.6	2.7	2.0	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.4	0.6
应收账款周转率	2.0	1.7	1.9	4.6	6.4
应付账款周转率	2.0	2.0	2.2	3.2	3.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.10	0.17	0.64	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.26	0.30	0.58	0.94
每股净资产(最新摊薄)	4.83	4.78	4.92	5.51	6.55
<b>估值比率</b>					
P/E	65.1	169.4	98.5	25.9	15.3
P/B	3.4	3.5	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	38.6	58.1	47.0	17.4	10.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn