

生物股份(600201)

报告日期: 2026年01月10日

非瘟疫苗有望破局, 重塑领先优势与成长动力

——生物股份深度报告

投资要点

- 核心逻辑:** 生物股份研发壁垒深厚, 新品储备丰富, 非瘟疫苗已获临床批件, 若进展顺利, 有望成为未来 3-5 年最大的业绩增长引擎, 同时宠物、反刍等多领域新品储备丰富协同发力, 配合营销支撑、线上渠道开拓与海外市场拓展, 公司业绩增长有望超预期。
- 行业周期+竞争双重承压, 研发为核心竞争力。**
 下游养殖业弱复苏, 盈利收窄+存栏调整下预计 2026 年动保板块整体维持量增价减态势。同时动保行业竞争白热化, 板块整体毛利率下滑, 产品同质化严重, 此时研发能力成为核心竞争壁垒。
- 非瘟疫苗取得领先突破, 接力增长将超预期。**
 公司稳居口蹄疫疫苗市场龙头地位, 核心大单品逻辑正逐步向亚单位非瘟疫苗切换。非瘟疫苗市场空间广阔, 若进展顺利, 我们预计其上市首年、次年市场规模有望分别达 17.5 亿元、35 亿元。公司旗下亚单位非瘟疫苗于 2025 年 7 月斩获农业农村部临床试验批件, 为国内首批进入临床试验阶段的企业, 且金宇保灵被指定为临床实验的独家承担单位。按照常规流程, 该疫苗预计于最快 2027 年完成临床实验并提交新兽药注册申请, 2027 年底至 2028 年初有望开始贡献营收与利润, 将成为公司未来 3-5 年业绩增长的核心引擎。此外, 公司多管线新品储备充足, 宠物板块的猫传腹 mRNA 疫苗、反刍板块的牛支原体活疫苗 (HB150 株) 及多联多价苗等产品将协同发力, 驱动长期发展。
- 营销助力, 边际拓宽。**
 公司聚焦“大单品+大客户”, 提供“产品+服务”的深度解决方案, 并构建基于客户分层的立体化营销体系, 包含直销、经销与政府招标。同时线上市场与海外拓展初见成效, 有力推动疫苗产品渗透。线上方面, 公司控股子公司金宠天地通过新媒体+电商营销整合线上资源, 构建线上线下一体化销售网络, 2025 年上半年宠物直销业绩同比上涨超 4 倍; 海外拓展方面, 公司口蹄疫产品在巴基斯坦、越南等国注册销售, 禽流感产品远销中亚、非洲, 针对越南市场制定防控方案, 猪口蹄疫疫苗销量同比翻倍, 未来将深度开拓蒙古、中亚等海外市场。
- 盈利预测与估值**
 我们预计公司 2025-2027 年整体营业收入分别为 16.04、20.35、25.21 亿元, 同比增速分别为 27.74%、26.91%、23.85%, 归母净利润分别为 3.04、3.98、4.91 亿元, 同比增速分别为 178.44%、31.04%、23.55%, 对应 PE 分别为 64/49/39 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示**
 1) 研发与注册风险; 2) 行业竞争风险; 3) 下游周期波动风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 钟凯锋
执业证书号: S1230524050002
zhongkaifeng@stocke.com.cn

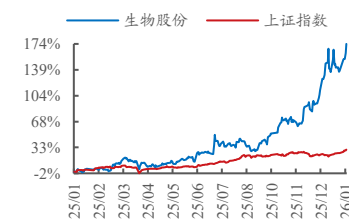
分析师: 张心怡
执业证书号: S1230524020002
zhangxinyi@stocke.com.cn

研究助理: 胡文舟
huwenzhou@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.40
总市值(百万元)	19,344.41
总股本(百万股)	1,111.75

股票走势图



相关报告

- 《业绩短期承压, 强研发、多新品助力未来成长》 2025.05.05
- 《定增获交易所审核通过, 蓄力长期高质量发展》 2024.06.26
- 《收入结构愈加平衡, 盈利能力显著改善》 2023.08.25

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1255	1604	2035	2521
(+/-) (%)	-21.45%	27.74%	26.91%	23.85%
归母净利润	109.0	303.5	397.7	491.3
(+/-) (%)	-61.57%	178.44%	31.04%	23.55%
每股收益(元)	0.10	0.27	0.36	0.44
P/E	177.50	63.76	48.66	39.38

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 研发体系筑基，全品类业务布局	4
1.1 国内兽用生物制品行业龙头，研发优势突出	4
1.2 业务做“减法”、主业做“加法”	4
1.3 多举措驱动治理层优化与管理层迭代升级	5
1.4 业务结构持续优化，高技术壁垒下盈利韧性凸显	6
2 行业周期+竞争双重承压，龙头逆势增长	9
2.1 下游养殖业呈弱复苏态势，行业或维持“量增价减”态势	9
2.2 行业竞争白热化，“产品同质化+价格内卷”困局凸显	9
2.3 生物股份：技术创新护城河深厚，龙头逆势稳健发展	10
3 新品丰富，非新冠疫苗打造百亿成长空间	14
3.1 战略焦点：非洲猪瘟疫苗——皇冠上的明珠	14
3.2 增量支撑：多领域研发管线协同发力	15
4 营销助力，边际拓宽	16
4.1 销售策略重塑：构建基于客户分层的立体化营销体系	16
4.2 经营边界拓宽：深化业务模式创新与加速国际化布局	17
5 盈利预测与估值	18
5.1 盈利预测	18
5.2 估值与投资建议	19
6 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司科研平台建设.....	4
图 2: 公司业务结构.....	4
图 3: 公司发展历程.....	5
图 4: 公司股权结构图 (截止日期: 2026 年 1 月 6 日)	5
图 5: 2000-2025 前三季度营收及同比变化.....	7
图 6: 2005-2024 年营收结构变化.....	7
图 7: 2000-2025 前三季度归母净利润及同比变化.....	8
图 8: 2000-2025 前三季度整体毛利率与生物制药业务毛利率	8
图 9: 2015-2025 前三季度公司费用率变化.....	8
图 10: 2018-2025 前三季度营运能力.....	9
图 11: 2018-2025 前三季度经营活动现金流及同比变化.....	9
图 12: 2020-2025Q3 生猪存栏环比变化.....	9
图 13: 2025 年生猪养殖盈利情况 (元/头)	9
图 14: 2019-2025 前三季度动保板块整体毛利率 (%)	10
图 15: 2024-2025H1 猫三联疫苗批签发情况 (个)	10
图 16: 2018-2025 前三季度国内头部动保企业研发费用率对比.....	11
图 17: 2017-2024 年口蹄疫疫苗批签发情况.....	12
图 18: 2020-2024 年生物股份猪用疫苗销售量.....	13
图 19: 非洲猪瘟疫苗研究关键时间节点.....	14
图 20: 未来两年非瘟亚单位疫苗市场规模预估.....	15
图 21: 公司高成长+高毛利产品矩阵.....	16
图 22: 公司整体防疫服务解决方案.....	17
图 23: 金宠天地产品矩阵.....	18
表 1: 公司实际控制人张翀宇、张竞父女二人履历介绍.....	6
表 2: 公司高管详细介绍.....	6
表 3: 国内外猫三联疫苗对比.....	10
表 4: 我国主要企业动物疫病研究 P3 实验室对比.....	11
表 5: 2021-2024 年猪口蹄疫 O、A 二价疫苗批签发情况 (个)	12
表 6: 2020-2024 年公司其余疫苗销售量.....	13
表 7: 非洲猪瘟疫苗研究路径及优缺点对比.....	15
表 8: 公司“组合免疫”减负增效表现.....	16
表 9: 组合免疫安全性测试情况.....	17
表 10: 公司盈利预测 (亿元)	19
表 11: 可比公司估值.....	19
表附录: 三大报表预测值.....	21

1 研发体系筑基，全品类业务布局

1.1 国内兽用生物制品行业龙头，研发优势突出

公司核心资质聚焦于金宇生物搭建的平台化研发体系，该体系以三大实验室、四个研发中心及五大研究平台为核心支撑，架构完善且实力雄厚。通过汇聚行业顶尖科研人才，并联袂国内外专业机构开展广泛深度合作，公司持续驱动自身从传统生产销售型动保企业，向科技创新、智能制造与智慧防疫协同发展的现代化企业转型跨越。业务布局层面，公司全面覆盖猪用、禽用、反刍及宠物四大核心板块，产品线兼具丰富性与完整性，各板块均已构建起多元立体的细分产品矩阵，为市场拓展与业务增长筑牢根基。

图1：公司科研平台建设

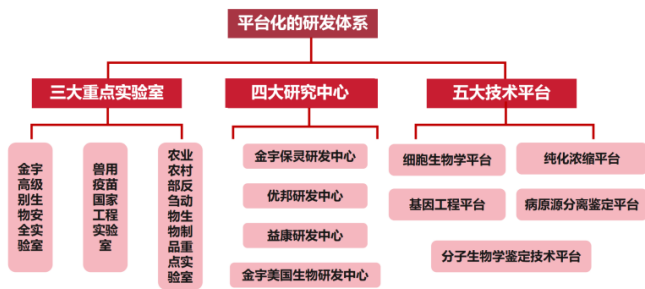


图2：公司业务结构



资料来源：公司公告官网，浙商证券研究所

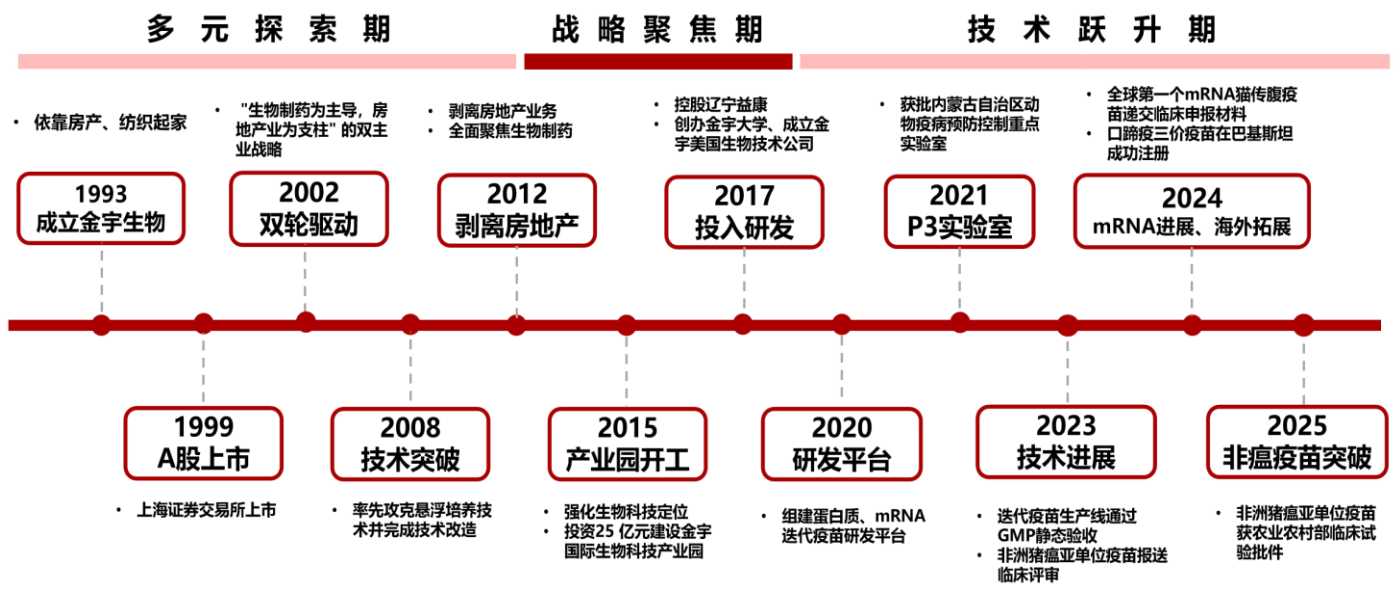
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 业务做“减法”、主业做“加法”

两次战略转型，主业聚焦。2002年公司收缩纺织类传统业务，锚定生物制药+地产双主业；2012年再剥离地产业务，聚焦生物制药赛道，逐步形成金宇保灵、扬州优邦和辽宁益康三大动物疫苗智能制造生产基地，并于2019年通过全资子公司金宇保灵与共立制药合作成立合资公司金宇共立，进军宠物药品、疫苗领域，持续筑牢动物疫苗主业的根基。

数智化加国际化，协同进阶。自2015年起，公司逐步建成国内领先的动物疫苗智能制造园区与高等级生物安全实验室，并搭建起蛋白质、mRNA等迭代疫苗研发平台；2025年公司在非洲猪瘟疫亚单位疫苗等领域实现突破，同步推进国际化布局，持续拓展全球市场。

图3: 公司发展历程

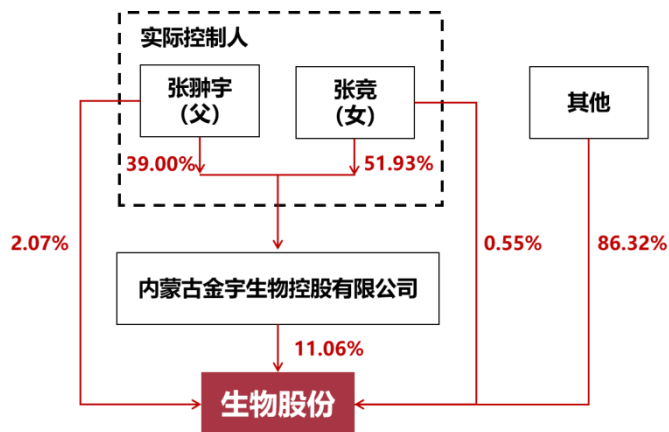


资料来源: 公司官网, 公司公告, 金宇生物党建, 金宇生物股份, 金宇反刍, 浙商证券研究所

1.3 多举措驱动治理层优化与管理层迭代升级

公司股权结构高度集中。实际控制人张翀宇、张竞父女二人共同持有公司大股东“内蒙古金宇生物控股有限公司”（以下简称“生物控股”）合计 90.93% 的股权，其中张竞持股 51.93%，张翀宇持股 39.00%，2025 年 12 月 24 日，公司发布生物控股增持股份计划公告，截至 2026 年 1 月 6 日，生物控股持有公司 11.06% 的股份。与此同时，张翀宇、张竞个人还分别直接持有上市公司 2.07%、0.55% 的股份；父女二人为公司的共同实际控制人，通过一致行动协议确保控制权的统一与稳定。

图4: 公司股权结构图（截止日期: 2026 年 1 月 6 日）



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

在公司治理与运营权责划分层面，公司实际控制人的职务配置形成了战略决策与落地执行高效协同的共治格局。张翀宇先生担任董事长，主要聚焦于公司长远发展战略的擘画、核心资源网络的搭建以及企业文化的赓续传承；张竞女士出任董事兼总裁，全面统筹公司日常经营管理、研发创新体系优化升级及市场渠道的开拓布局。

表1: 公司实际控制人张翀宇、张竞父女二人履历介绍

姓名	职务	年龄	学历	履历
张翀宇	董事长	71	硕士	1976年12月至1993年2月,在呼和浩特市金属材料公司工作,历任业务科科长、副经理、总经理兼党总支委员;1993年3月至2019年5月,任生物股份董事长兼总裁、党委书记;2019年5月至今,任生物股份董事长、党委书记;曾获得“全国五一劳动奖章”、“全国劳动模范”、“优秀企业家”等多项荣誉。
张竞	总裁	42	硕士	2008年3月至2015年8月,任安永(中国)企业咨询有限公司经理;2015年11月至2016年4月,任生物股份总裁助理、企发部经理;2016年5月至2019年5月,任生物股份董事、副总裁;2019年5月至2022年5月,任生物股份董事、总裁;2022年5月至今,任生物股份副董事长、总裁。

资料来源: iFind, 浙商证券研究所

管理层架构及人才年轻化: 系统性推动团队迭代与升级。金宇生物在2019年由新任总裁张竞主导完成了高管架构的调整,为核心岗位注入了新的管理理念;至2025年已成功构建起一个以“80后”为核心、年轻化与技术化特征鲜明的领导团队,其核心高管中“80后”占比超过60%,确保了组织活力与创新基因,为公司的长远发展奠定了坚实的人才基础。

表2: 公司高管详细介绍

姓名	职务	年龄	学历	履历
李劫	董事	36	博士	2017-2021年在美国康奈尔大学开展博士后研究工作,2022年起任金宇生物技术股份有限公司技术平台总监、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。
高日明	职工董事	49	博士	2010年3月至2019年3月,历任金宇保灵生物药品有限公司营销分公司副总经理、自营大客户销售总部总经理;2019年3月至今,任金宇保灵生物药品有限公司政采防疫部销售总监;2024年8月至今,兼任禽产品防疫部运营总监。
赵丽霞	副总裁	50	博士	2014年1月至2022年3月任金宇保灵生物药品有限公司质保总监、生产总监、研发副总;2022年3月至今任金宇保灵生物药品有限公司总经理。
顾睿远	董事会秘书	41	博士	2020年至2022年任珠海启星未来教育基金公司总经理;2022年至2023年任深兰人工智能(上海)公司董事会秘书;2023年至2024年任华英证券公司业务执行董事。2024年11月至今,任金宇生物技术股份有限公司董事会办公室主任。

资料来源: 公司官网, iFind, 浙商证券研究所

1.4 业务结构持续优化, 高技术壁垒下盈利韧性凸显

营收层面, 公司生物制药业务核心地位逐步稳固。

2000-2008年: 公司从传统业务转向生物制药+房地产, 叠加原始资本的集中投入, 最终实现营收稳定增长。

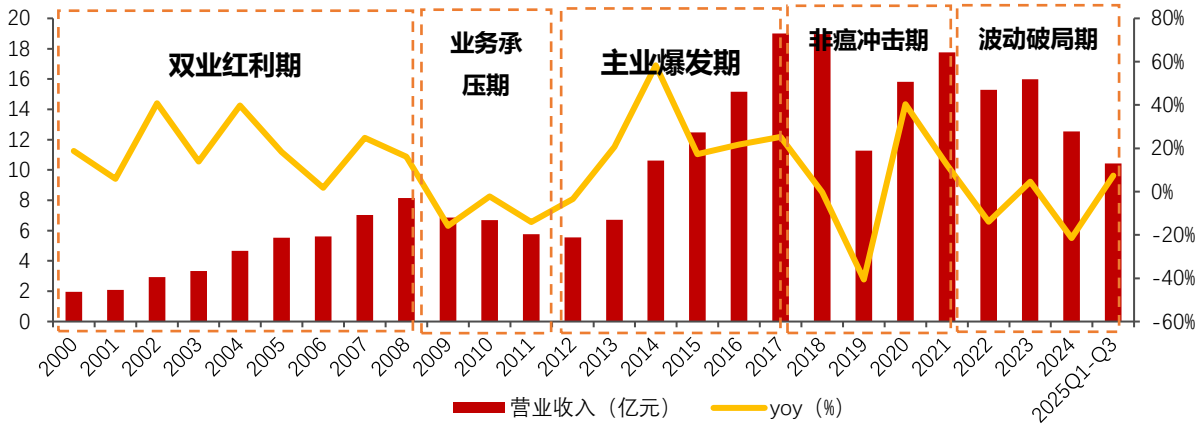
2009-2012年: 地产受金融危机余波拖累营收, 而生物制药新业务尚处爬坡阶段未接棒, 双重影响下营收下滑。

2013-2017年: 剥离地产后资源倾生物制药, 口蹄疫单品牌战略契合畜牧防疫升级需求, 推升营收快增。

2018-2022年：非瘟疫病重创下游生猪存栏，行业步入深度去化与阵痛调整期，传统动保需求承压，营收出现震荡。

2022年至今：公司硬核研发驱动大单品放量，叠加宠物及出海打造新增长极，行业存量博弈下主动弱化周期依赖；2025年前三季度公司营收同比实现正增长，归母净利润表现优于去年同期。

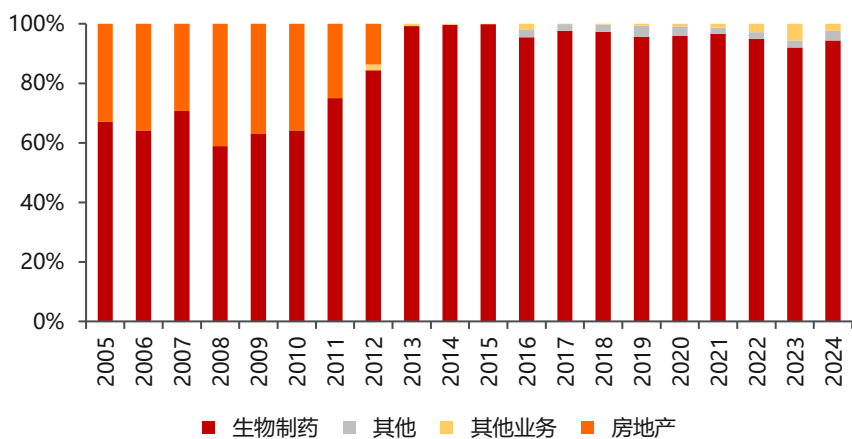
图5：2000-2025 前三季度营收及同比变化



资料来源：iFind，浙商证券研究所

2018年至今，生物制药业务的营收占比稳定在95%左右，是公司营收的绝对核心来源；结合公司剥离房地产后的发展阶段来看，这一营收占比格局体现了公司资源向生物制药领域集中倾斜的战略转型方向，生物制药已稳固成为支撑公司营收规模与发展韧性的核心支柱业务。

图6：2005-2024 年营收结构变化



资料来源：iFind，浙商证券研究所

研发费用加码拖累短期利润，长期盈利韧性凸显。

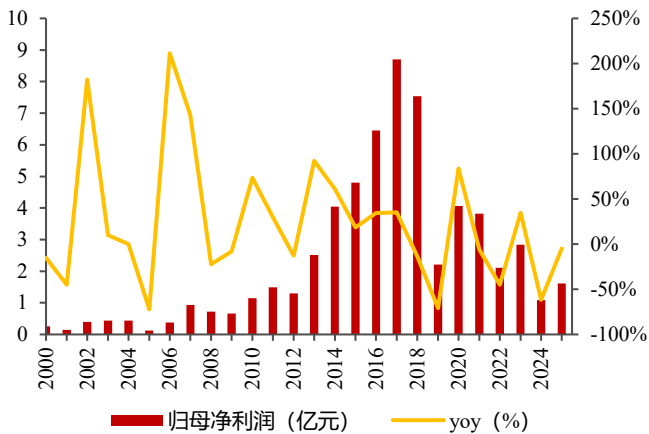
毛利率方面：

2006-2017年：前期地产业务拉低整体毛利，2012年剥离地产后聚焦生物制药，整体毛利率随高毛利生物业务主导逐步提升，盈利稳步向好。

2018-2023: 初期受非瘟冲击疫苗需求、市场竞争加剧影响, 口蹄疫疫苗毛利率下滑, 整体毛利随之下行; 后期 2023 年公司借技术进步破局, 布局高毛利技术型产品, 推动高毛利产品收入占比提升, 毛利率有所改善。

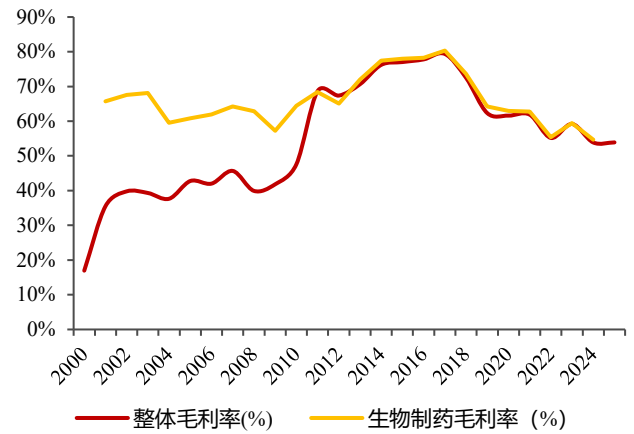
2024 -2025Q3: 2024 年公司生物制药业务毛利率为 54.66%, 同比下滑 4.79pcts, 主要系动保行业竞争加剧导致产品价格下降; 但 2025 年三季度整体毛利率仍保持 53.88%, 略高于行业平均水平, 高技术壁垒带来盈利韧性。

图7: 2000-2025 前三季度归母净利润及同比变化



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

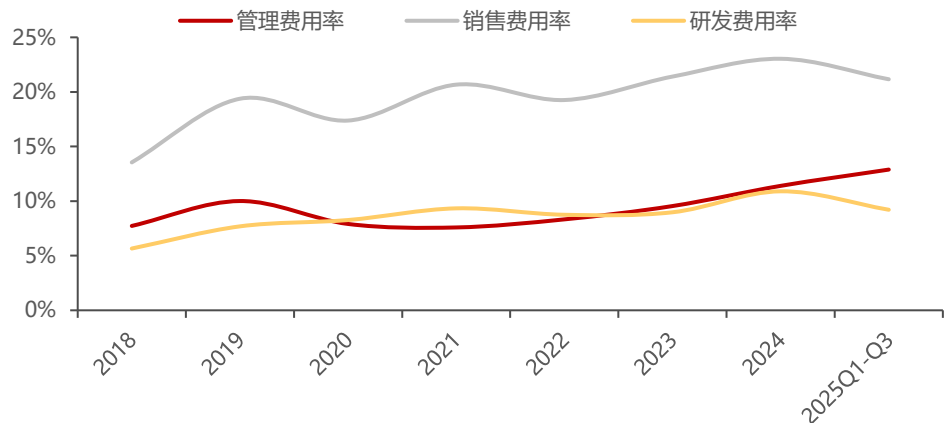
图8: 2000-2025 前三季度整体毛利率与生物制药业务毛利率



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

费用率方面, 2025 年前三季度净利润降幅远大于营收, 核心源于研发费用及无形资产摊销大幅增加; 2025 年前三季度研发费用达 0.96 亿元, 同比增长 9.08%, 虽短期拖累利润表现, 但是支撑公司长期竞争力的关键。

图9: 2015-2025 前三季度公司费用率变化



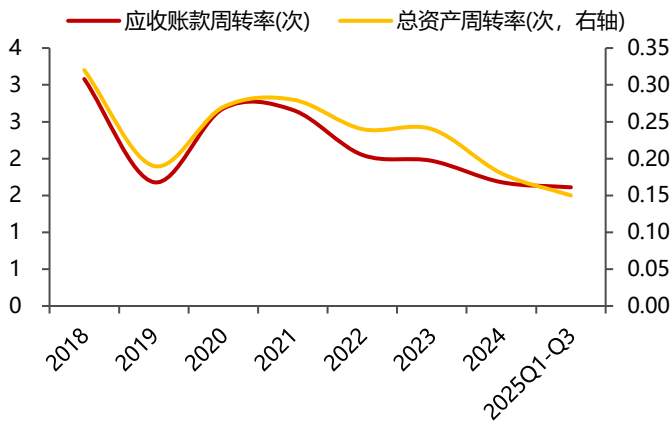
资料来源: iFind, 浙商证券研究所

在营运能力方面, 公司当前应收账款周转率偏低、总资产周转率偏弱, 2023 年起应收账款周转率、总资产周转率持续下降, 虽 2025 年前三季度分别同比+33%/+7%至 1.61/0.15 (次), 但仍处于低位, 主要系行业下行周期内, 公司在账款回收及资产运营效率方面遭遇的双重挑战。随着行业景气度回升和公司管理优化, 公司营运能力指标有望持续改善。

经营活动现金流上, 2024 年经营活动现金流净额为 2.90 亿元, 2025 年前三季度为 1.92 亿元, 尽管同比增长率因行业景气波动存在一定起伏, 但经营活动产生的现金流量净

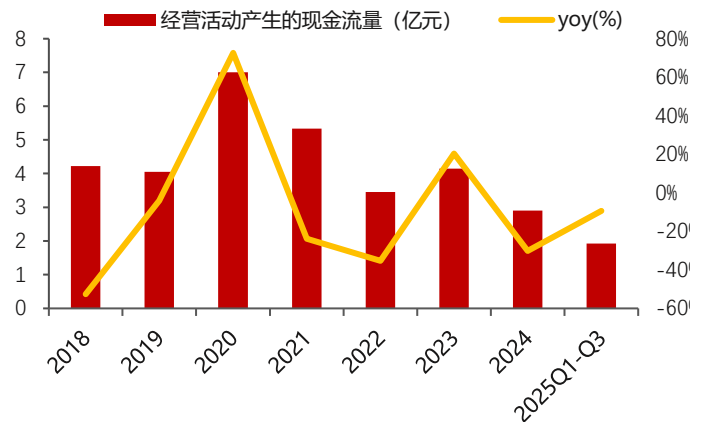
额持续为正值，且规模相对稳定，公司主营业务造血能力稳定，为持续研发和市场开拓提供了资金安全垫。

图10: 2018-2025 前三季度营运能力



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 2018-2025 前三季度经营活动现金流及同比变化



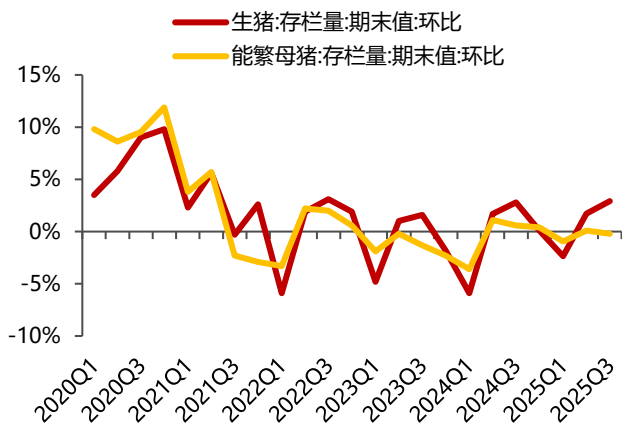
资料来源: iFind, 商证券研究所

2 行业周期+竞争双重承压，龙头逆势增长

2.1 下游养殖业呈弱复苏态势，行业或维持“量增价减”态势

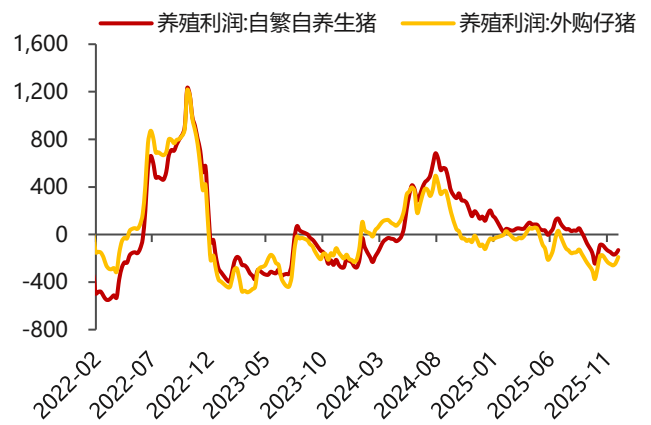
下游养殖业呈弱复苏态势。动保产品的需求弹性与养殖端的产能扩张意愿密切相关，价格弹性则与下游养殖端的盈利水平密切相关。虽然 2025 年上半年养殖盈利有所改善，但下半年起养殖利润随价格下行逐步收窄，同时下游养殖业虽整体存栏高位，但受价格压力影响的整体存栏调整仍给动保需求带来压力，预计 2026 年整体或依然为量增价减形势。

图12: 2020-2025Q3 生猪存栏环比变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 2025 年生猪养殖盈利情况 (元/头)

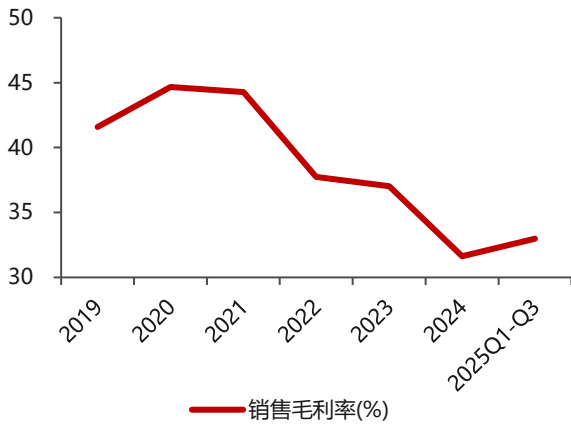


资料来源: iFind, 浙商证券研究所

2.2 行业竞争白热化，“产品同质化+价格内卷”困局凸显

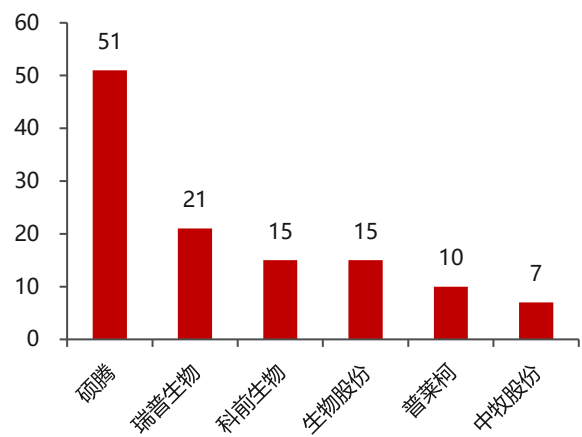
行业竞争激烈化，整体毛利率下滑。自 2020 年至 2025 年前三季度，国内动保行业的平均销售毛利率已从 44.67% 的高位震荡下滑至 32.97%，行业竞争加剧下利润空间不断压缩，市场从高增长、高利润阶段逐步进入存量竞争与价值重估的新周期。

图14: 2019-2025 前三季度动保板块整体毛利率 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 2024-2025H1 猫三联疫苗批签发情况 (个)



资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

以猫三联疫苗为例，同质化竞争叠加价格内卷特征凸显。随着 2023 年后二十余家国产厂商的密集入场，原本由进口产品主导的格局被迅速打破。由于国产产品在预防范围与技术路线上高度趋同，难以建立差异化优势，竞争迅速演化为价格战，终端单价多在 50-80 元/支甚至更低的水平，并迫使进口猫三联疫苗同步降价。

表3: 国内外猫三联疫苗对比

特性	国产猫三联	进口猫三联
代表产品	瑞喵舒、喵倍护等	硕腾“妙三多”
预防疾病	猫瘟 (FPV)、猫杯状 (FCV)、猫疱疹 (FHV-1)	猫瘟 (FPV)、猫杯状 (FCV)、猫疱疹 (FHV-1)
疫苗类型	主要为灭活疫苗，个别为弱毒活疫苗	灭活疫苗
技术	采用国内优势流行毒株	进口毒株，对我国流行毒株保护力存疑
价格	价格内卷严重	相对较高
市场认知	近年来快速发展，占有率提升	进入市场早，认知度高，有长期使用数据

资料来源: 兽医首选, 观研天下, 中国兽用生物制品, 浙商证券研究所

2.3 生物股份: 技术创新护城河深厚, 龙头逆势稳健发展

公司技术竞争优势明显。2018 年, 金宇生物投资 25 亿元建成国际生物科技产业园。该园区集成了全球规模最大的口蹄疫疫苗智能制造生产线、动物疫苗智能制造工厂及 mRNA 动物疫苗生产线, 年产能达百亿剂级; 内设立了 3 个国家级实验室 (包括国内首家企业生物安全三级实验室-P3) 及 6 个研发平台。

公司资质与牌照优势突出。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, 成为该公司技术壁垒的核心构成。

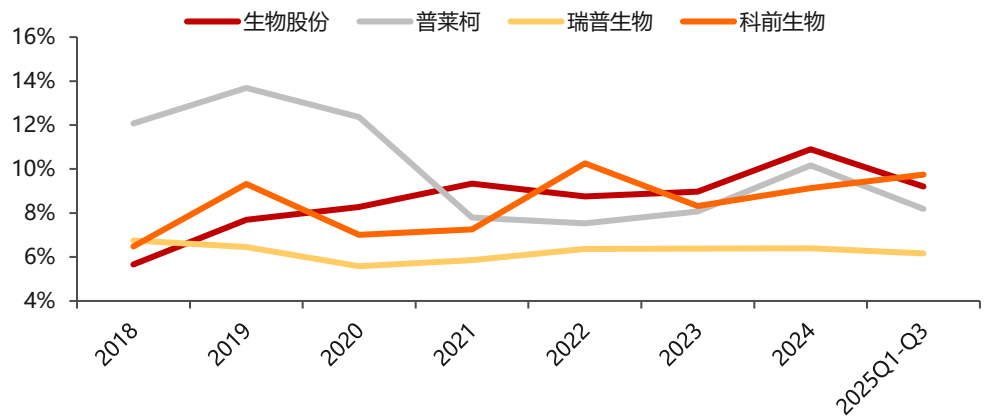
表4: 我国主要企业动物疫病研究 P3 实验室对比

名称	首次获得 CNAS 认可时间	具体可研发方向需等待后续实验资格评审
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 年	高致病性禽流感和新城疫病毒及其疫苗
金宇保灵动物生物安全三级实验室 (ABSL-3)	2019 年	口蹄疫、非瘟病毒、布鲁氏菌病
普莱柯生物工程股份有限公司生物安全三级实验室	2024 年	需等待后续实验活动资格评审
青岛易邦生物工程有限公司生物安全三级实验室 (ABSL-3/BSL-3)	2024 年	非洲猪瘟、鸡新城疫等多种类病毒

资料来源: 公司公告, 易邦生物官网, 浙商证券研究所

公司研发投入水平行业领先。生物股份坚持技术驱动、产品领先, 研发费用占比在行业内保持领先; 布病 S19 疫苗、新流法腺四联疫苗、猫三联疫苗等新品不断推向市场, 同时在非洲猪瘟、猫传染性腹膜炎等重点产品研发上实现关键突破。2025 前三季度, 生物股份研发费用为 9601.51 万元, 同比增长 9.08%, 研发费用率保持高位。

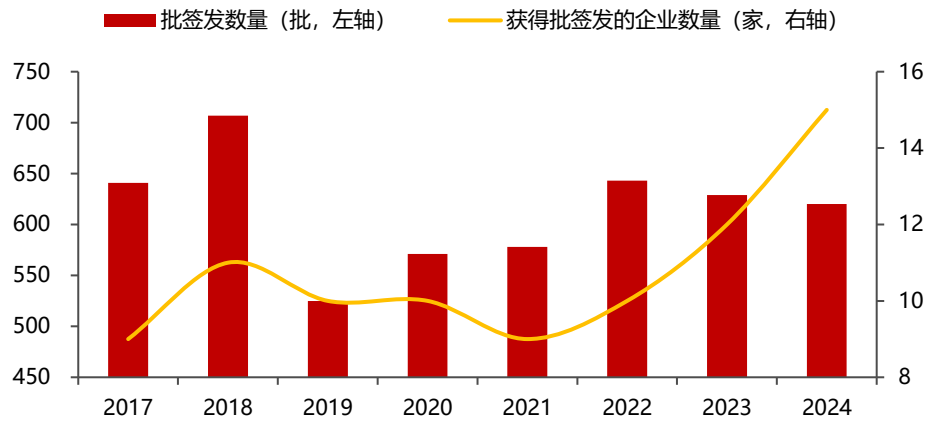
图16: 2018-2025 前三季度国内头部动保企业研发费用率对比



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

公司稳居口蹄疫苗市场龙头, 逆势增长彰显竞争韧性。截至 2024 年, 国内已有 15 家生产企业获得口蹄疫产品的批签发资质, 对应的相关疫苗产品达 18 个 (不含检测试剂); 尽管行业入局主体持续扩容、市场竞争态势日益加剧, 但从当前行业竞争格局来看, 生物股份凭借深厚的技术积淀与成熟的市场布局, 依旧稳固占据口蹄疫疫苗市场的龙头地位, 竞争优势凸显。

图17: 2017-2024年口蹄疫疫苗批签发情况



资料来源: 大畜牧, 兽医药品监察所, 浙商证券研究所

行业批签发下滑, 生物股份逆势增长。以猪口蹄疫O型、A型二价灭活疫苗为例, 2024年该产品的全国批签发量为97批, 较2023年减少24批, 降幅达19.8%, 是近5年以来的批签发量最低值; 而金宇生物该产品的2024年批签发量达70批, 实现了4.5%的逆势增长。

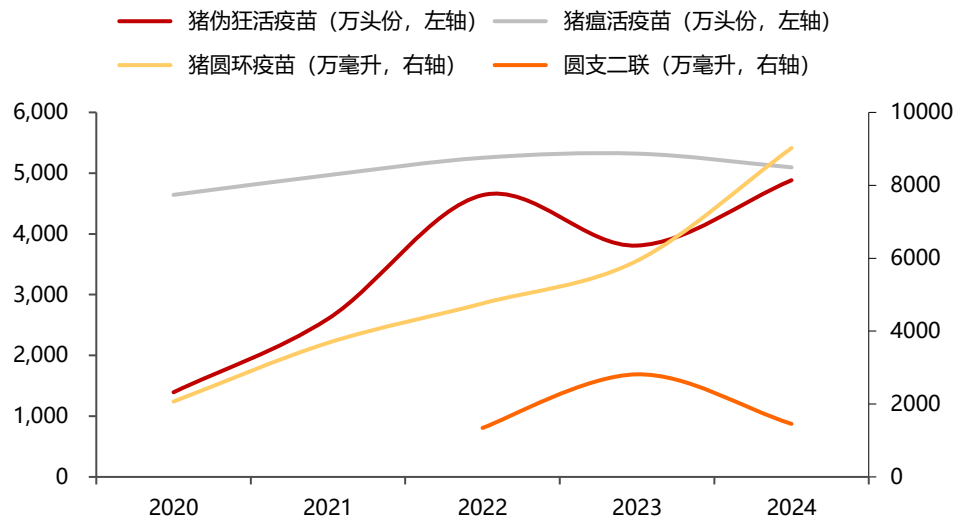
表5: 2021-2024年猪口蹄疫O、A二价疫苗批签发情况(个)

疫苗毒株/商品名	生产企业	2021	2022	2023	2024	2025
O/Rv-I + A/rV-2	瑞晋(必威安泰)	25	38	33	29	31
	中牧	28	16	16	13	14
多肽2700+2800+MM13	申联	28	20	12	14	11
多肽P098+PA13	中牧	10	6	5	7	10
O/MYA98/BY/2010株 + O/PanAsia/TZ/2011株 + Rε-A/WH/09株	中牧	24	24	35	34	13
	梅里众诚				9	5
	中农威特	14	6	1	3	4
OHM/02株 + AKT-III株	天康	36	26	40	41	27
	金海	20	8	10	11	10
	普莱柯(中晋)	10	12	13	5	10
Re-0/MYA98/JSCZ/2013株 + Re-A/WH/09株	生物股份	53	97	67	70	96
	中农威特	29	24	24	24	14
	申联	18	10	30	1	

资料来源: 国家兽药基础数据库, 浙商证券研究所

公司产品矩阵完善, 全品类销量稳步增长。30余年来, 金宇生物研发的产品涵盖猪、牛、羊、禽、宠物五大类, 共计110多种疫苗和40多种诊断试剂, 产品不仅覆盖全国市场, 还出口到周边国家和地区。目前, 金宇生物在口蹄疫疫苗市场占有率已超过40%。

图18: 2020-2024年生物股份猪用疫苗销售量



资料来源: iFind, 公司官网, 浙商证券研究所

- 1) 猪用疫苗:** 生物股份生产的猪圆环疫苗、猪伪狂活疫苗等疫苗近5年销量显著增长, 增幅明显。
- 2) 反刍疫苗:** 口蹄疫疫苗为公司构筑了较高的技术壁垒, 尤其是布病疫苗, 公司凭借完整的产品梯队构筑了极高壁垒。
- 3) 禽类疫苗:** 通过产品聚焦和提质增效, 推动新流法腺四联疫苗等新品上市, 带动禽苗业务快速增长。
- 4) 宠物板块:** 生物股份于2025年上半年与行业头部的电商及新媒体内容团队成立合资公司, 共建宠物线上营销生态圈。目前, 生物股份宠物板块包含3款疫苗, 猫传腹mRNA疫苗临床获批, 同时在研的多联多价疫苗均积极推进中。

表6: 2020-2024年公司其余疫苗销售量

项目	单位	2020	2021	2022	2023	2024
牛/羊	布病疫苗 (万头份)	9591	8825	13332	14442	14170
	口蹄疫疫苗 (万毫升)	77315	81202	71288	63075	56312
	牛二联灭活疫苗 (万毫升)	409	597	513	630	515
禽类	禽流感疫苗 (万毫升)	93067	65530	52809	54011	53185
	新流法三联灭活疫苗 (万毫升)	6067	6894	8357	9646	7387
宠物	狂犬疫苗 (万头份)	190	241	229	272	204

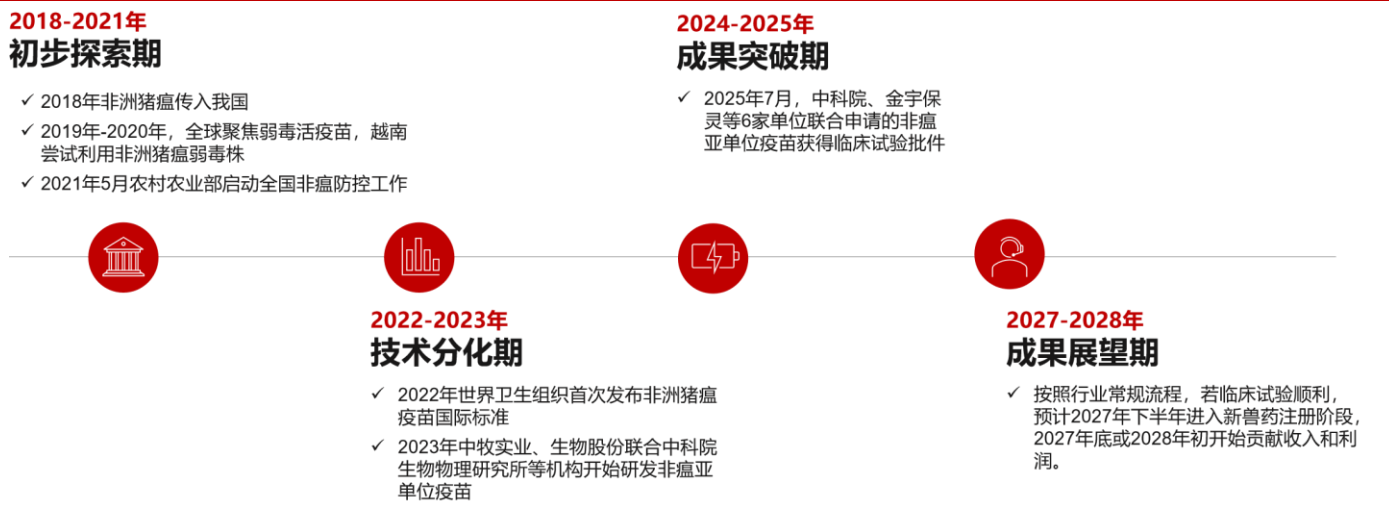
资料来源: ifind, 公司官网, 浙商证券研究所

3 新品丰富，非瘟疫苗打造百亿成长空间

3.1 战略焦点：非洲猪瘟疫苗——皇冠上的明珠

非瘟疫苗研发阶段节奏紧凑，近两年处于研发关键节点。非洲猪瘟疫苗研发主要经历了四个阶段：初步探索期、技术分化期、集中突破期、成果展望期。2018年，非洲猪瘟传入我国，农业农村部启动全国非瘟防控工作；2022-2023年，世界卫生组织发布非瘟疫苗标准，中牧实业、生物股份等企业开始研发非瘟亚单位疫苗；2024-2025年，非瘟疫苗取得临床实验批件；2027-2028年，非瘟疫苗预计将依次进行新兽药注册和兽药批准文号，上市有望带来利润增量。

图19：非洲猪瘟疫苗研究关键时间节点



资料来源：执业兽医，农业农村部，世界卫生组织，公司公告，浙商证券研究所

公司非洲猪瘟疫苗技术储备路径多元，亚单位疫苗进展领先。公司非瘟疫苗已布局基因缺失疫苗、亚单位疫苗、腺病毒疫苗、mRNA疫苗四大技术路线。全资子公司金宇保灵合作研发的非瘟亚单位疫苗于2025年7月获农业农村部临床实验批件，系国内首款且当前唯一获批进入临床试验的同类产品，进度居于行业绝对领先地位，若临床试验顺利，有望于2027年进入新兽药注册阶段，或成为未来3-5年最大的业绩增长引擎；mRNA疫苗主攻重组毒株，凭借水佐剂特性及适配无针注射器的优势，已完成多批次动物实验验证，后续将待条件成熟后申请临床试验。基因缺失疫苗与腺病毒疫苗因性价比偏低列为备选路线。

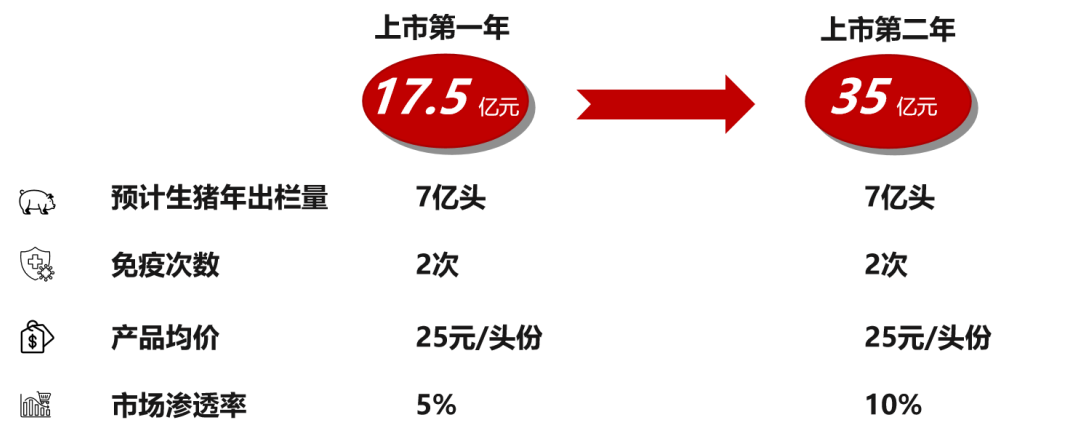
表7: 非洲猪瘟疫苗研究路径及优缺点对比

类型	技术路线	研究内容	主要研究团队	优点	缺点
传统疫苗	灭活疫苗/弱毒疫苗	非洲猪瘟冻干灭活疫苗	金河生物、吉林百思万可	安全性高, 不存在毒力返强风险	免疫效果不完善, 保护不全面
	亚单位疫苗	表达病毒结构与免疫关键蛋白	兰州兽医研究、普莱柯等	安全性高, 免疫原性强	免疫机制不明确, 蛋白抗原选择困难
先进疫苗	mRNA 疫苗	利用脂质纳米颗粒(LNP)递送病毒抗原的 mRNA	申联生物、MIT/美国农业部团队	适合无针注射, 免疫应答快	难以提供完全保护, 需佐剂增强效果
	基因缺失疫苗	HLJ/18-7GD 株 ASFV-G-Δ1177L 株 ASFV-G-AMGF	哈尔滨兽医研究所、美国农业部梅岛实验室越南中央动物药业股份公司、康涅狄格大学和美国农业部	技术成熟	难以大规模生产, 性价比低
	腺病毒疫苗	利用基因工程技术将病毒或细菌构建为疫苗载体, 再把外源基因插入其中使之表达的活疫苗	军事医学研究院、军事兽医研究所	腺病毒载体转基因效率高, 可大规模生产	基因难以持续表达, 可能产生不良反应

资料来源: 新猪派, 网易新闻, 生物制药圈, 公司公告, 新牧网, 浙商证券研究所

非瘟疫苗市场广阔, 大单品上市放量可期。预计非洲猪瘟亚单位疫苗上市首年, 行业内多数企业仍持观望心态, 早期市场渗透率较低; 后续随市场验证, 市场渗透率有望快速提升。按生猪年出栏 7 亿头、每头猪年免疫 2 次、每次免疫单价 25 元/头份、上市第一年和第二年市场渗透率分别为 5% 和 10% 测算, 预计对应非洲猪瘟疫苗的市场规模或将达到 17.5 亿和 35 亿元。

图20: 未来两年非瘟亚单位疫苗市场规模预估



资料来源: 新猪派, 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 增量支撑: 多领域研发管线协同发力

公司已具有高成长+高毛利产品矩阵。

1) 宠物疫苗: 猫传染性腹膜炎(FIP) mRNA 疫苗已于 2025 年 7 月获批临床, 填补国内猫传腹预防领域技术空白, 具备极强定价权与广阔市场规模, 是打造宠物板块高盈利增长的关键; 同时常规猫三联凭借 P3 工艺优势, 加速国产替代进程。

2) **反刍疫苗**: 牛支原体活疫苗 (HB150 株) 是金宇保灵联合高校研发的产品, 2025 年获农业农村部一类新兽药证书, 为国内外首创且填补市场空白; 该疫苗采用喷鼻给药方式, 能避开母源抗体干扰, 持续巩固公司在动物疫苗领域的技术优势。

3) **多联多价苗**: 口蹄疫三联苗、新流腺三联苗等满足养殖场“一针多防”需求, 提升现有产品附加值。

图21: 公司高成长+高毛利产品矩阵

宠物动保 (高成长)	反刍动保 (高毛利)
<ul style="list-style-type: none"> ★ 猫传腹 mRNA 疫苗 (全球空白/临床阶段) ★ 猫三联 (本土优势) (免疫原性强/安全性高) ★ 犬二联 (先进技术) (抗原含量高/免疫应答迅速) 	<ul style="list-style-type: none"> ★ 牛支原体活疫苗 (独家/一类新兽药) ★ 牛结节性皮肤病疫苗 (应急评价通过/紧缺急需) ★ 布病活疫苗(Rev.1 株) (独家引进/OIE 推荐金标准)

资料来源: iFind, 公司官网, 浙商证券研究所

组合防疫: 金宇生物率先提出“口蹄疫+猪瘟+伪狂犬”的组合免疫方案, 旨在解决非瘟与防其他疫病之间的冲突, 通过工艺升级提升产品附加值, 帮助养殖户降本增效, 组合免疫组较常规组结束平均体重增加 0.98kg/头, 死淘数降低 24 头, 料肉比降低 0.08。

表8: 公司“组合免疫”减负增效表现

项目	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

资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

4 营销助力, 边际拓宽

4.1 销售策略重塑: 构建基于客户分层的立体化营销体系

“大单品+大客户”深度聚焦, 提供“产品+服务”的深度解决方案。公司集中资源打造以口蹄疫疫苗、圆环支原体二联苗、腹泻苗等为代表的“大单品”组合; 同时针对头部大型养殖集团为其提供包含疫病监测、免疫程序定制、现场技术指导在内的定制化综合防控方案。

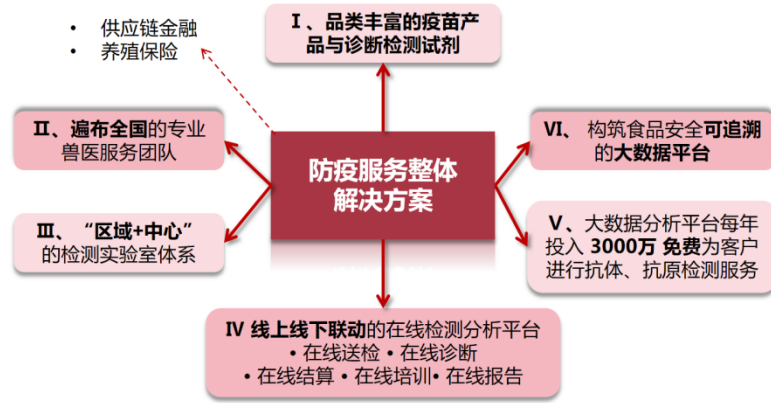
加大销售投入, “三维立体”渠道网络实现全域深度渗透:

1) **直销**: 服务于大型养殖集团, 直接由公司发出商品到终端养殖客户, 提供高技术附加值解决方案, 进而提升客户粘性。

2) **经销**: 通过符合 GSP 资质的区域经销商网络, 实现渠道下沉, 有效触达中小规模养殖户, 解决“最后一公里”的服务问题。

3) **政府招标**: 积极参与各省市重大动物疫病疫苗的政府招标采购, 履行防疫社会责任, 同时确保了业务规模的稳定基本盘。

图22: 公司整体防疫服务解决方案



资料来源: iFind, 企业年报, 公司官网, 浙商证券研究所

4.2 经营边界拓宽: 深化业务模式创新与加速国际化布局

组合方案销售: 推广“一针三防”黄金方案, 数据验证卓越安全性。全力推广口蹄疫+猪瘟等核心疫苗的“一针多防”组合免疫方案, 该方案覆盖全国 103 个猪场、超 8.2 万头母猪的追踪数据显示: 整体副反应比例仅为 0.21%, 远低于 0.3% 的行业警戒线。

表9: 组合免疫安全性测试情况

类别	抽样数量 (头)	支原体检测阳性数 (头)	阳性率
育肥猪	50,418	139	0.28%
后备母猪	14,310	11	0.08%
经产母猪	11,460	7	0.06%

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

线上渠道开拓: 全牌照经营打造生态闭环, 宠物直销业绩增长迅速。金宇生物通过控股子公司“金宠天地”, 全面布局宠物营养、健康管理全系列产品, 采用新媒体+电商等多种营销方式, 助力宠物健康事业高质量发展; 2025 年上半年已实现宠物直销渠道业绩同比上涨超 4 倍。

海外市场快速拓展, 国际化布局开启成长新空间。公司口蹄疫等产品已在巴基斯坦、越南等“一带一路”国家完成注册并形成销售; 禽流感产品远销中亚、非洲等国。并针对越南养猪业的疫病特点制定防控方案, 推动猪口蹄疫疫苗销量同比翻倍增长。公司未来将积极开拓蒙古、中亚等其他海外市场, 加强产品渗透。

图23: 金宠天地产品矩阵



资料来源: 公司官网, 金宠天地店铺官网, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

(1) 分阶段看:

1) **短期动能:** 产品结构优化与毛利改善。非口蹄疫疫苗收入占比持续提升, 增强周期波动下的经营韧性, 降低周期波动影响。新品上市将改善整体毛利率。

2) **中期爆发力:** 重磅单品市场空间。①非洲猪瘟疫苗: 市场空间广阔, 公司凭借先发优势, 有望占据领先份额。②宠物疫苗: 猫传腹等重磅单品切入高速增长的宠物医疗市场, 潜力巨大。③反刍疫苗: 受益于畜牧业疫病防控升级, 持续贡献稳定增长。

3) **长期叙事:** 平台价值与国际化。公司顶尖的研发平台具备持续产出创新疫苗的潜力, 平台价值有待重估。国际化布局打开长期成长天花板。

(2) 分业务看:

1) **猪用疫苗业务:** 2025年猪用疫苗产品虽竞争激烈, 公司匹配足够资源主动竞争, 口蹄疫疫苗、圆环支疫苗、伪狂犬疫苗、腹泻疫苗销量均实现大幅增长, 同时长期看, 在新品的带动下, 有望实现稳步增长, 预计2025-2027年公司猪用疫苗收入同比增长16.80%、19.00%、16.30%。

2) **禽用疫苗业务:** 公司禽用疫苗业务销售端发力突破多个重点大客户, 直销表现亮眼, 预计2025-2027收入分别同比增长13.10%、13.60%、14.10%。

3) **反刍疫苗业务:** 反刍动物板块虽受下游养殖业阶段性亏损影响, 整体销量有所波动, 但牛二联、布病(Rev.1株)、小反刍兽疫活疫苗等核心产品凭借优秀的防疫效果与场景化营销实现逆势突围, 预计随着下游养殖业周期逐步反转与公司反刍疫苗新品推进, 2025-2027年公司反刍疫苗收入分别同比增长20.00%、19.50%、19.30%。

表10: 公司盈利预测 (亿元)

时间	2024	2025E	2026E	2027E	
营业收入	12.55	16.04	20.35	25.21	
猪	口蹄疫	3.01	3.46	3.81	4.19
	圆环	2.62	3.15	3.94	4.72
	伪狂	0.53	0.60	0.75	0.87
	猪瘟	0.24	0.26	0.42	0.61
	蓝耳	0.19	0.21	0.24	0.26
	合计	6.59	7.69	9.16	10.65
增速	-15.80%	16.80%	19.00%	16.30%	
禽	禽流感	1.01	1.21	1.45	1.75
	其他	0.85	0.89	0.94	0.98
	合计	1.86	2.1	2.39	2.73
	增速	-7.00%	13.10%	13.60%	14.10%
反刍	布病	1.1	1.27	1.45	1.67
	口蹄疫	1.6	2	2.5	3.1
	牛二联	0.5	0.58	0.69	0.83
	其他	0.5	0.6	0.66	0.73
	合计	3.70	4.44	5.30	6.33
增速	-22.80%	20.00%	19.50%	19.30%	
其他业务	0.40	1.80	3.50	5.50	
总毛利	6.76	8.69	11.09	13.84	
总毛利率	53.9%	54.2%	54.5%	54.9%	

资料来源: wind, 浙商证券研究所

5.2 估值与投资建议

我们选取同行业的中牧股份、科前生物、瑞普生物、普莱柯作为可比公司，2026年平均PE为19倍。考虑到生物股份近10年PE中位数约为42倍，虽然估值水平显著高于同行业其他公司，但公司凭借非瘟疫苗领域取得的领先研究突破，叠加宠物疫苗、反刍疫苗、多联多价疫苗等新品的协同发展，在持续研发创新的驱动下竞争优势凸显，估值中枢有望进一步抬升。

表11: 可比公司估值

公司代码	简称	总市值 (亿元)	2024年		2024	2025E	2026E	2027E
			营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)				
600195.SH	中牧股份	82.7	60.2	2.1	97	34	27	22
688526.SH	科前生物	75.0	9.4	4.6	17	17	14	12
300119.SZ	瑞普生物	92.5	30.7	4.2	28	20	17	15
603566.SH	普莱柯	44.6	10.4	1.4	48	23	19	17
	平均	-	27.7	3.1	48	24	19	16
600201.SH	生物股份	193.4	12.6	1.1	178	64	49	39

资料来源: wind, 浙商证券研究所 (股价日期为2026年1月9日, 可比公司采取wind一致预测数据)

我们预计公司 2025-2027 年整体营业收入分别为 16.04、20.35、25.21 亿元，同比增速分别为 27.74%、26.91%、23.85%，归母净利润分别为 3.04、3.98、4.91 亿元，同比增速分别为 178.44%、31.04%、23.55%，对应 PE 分别为 64/49/39 倍，维持“买入”评级。

6 风险提示

1) 研发与注册风险:

非洲猪瘟疫苗的临床试验、新兽药注册及后续审批进程存在不确定性，若进度不及预期，将显著影响公司估值与业绩释放。

2) 行业竞争风险:

动保行业竞争持续加剧，可能导致产品价格进一步下滑，侵蚀公司毛利率。

3) 下游周期波动风险:

公司业绩与生猪、反刍动物存栏量及养殖盈利情况高度相关，若养殖行业持续低迷，将压制动保产品需求。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2191	2974	3724	4267
现金	1140	1703	2119	2309
交易性金融资产	37	40	38	38
应收账款	649	786	1010	1238
其它应收款	33	43	50	65
预付账款	7	13	17	19
存货	295	365	463	570
其他	31	25	26	27
非流动资产	4573	4215	4117	4287
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	272	268	269	270
固定资产	1621	1563	1477	1437
无形资产	587	602	652	730
在建工程	201	264	131	184
其他	1892	1518	1589	1666
资产总计	6765	7189	7841	8554
流动负债	725	822	1046	1226
短期借款	15	13	17	20
应付款项	296	373	468	578
预收账款	1	0	1	1
其他	414	435	560	627
非流动负债	624	461	487	524
长期借款	0	0	0	0
其他	624	461	487	524
负债合计	1349	1283	1533	1750
少数股东权益	101	88	92	97
归属母公司股东权	5314	5819	6216	6708
负债和股东权益	6765	7189	7841	8554

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	290	711	336	355
净利润	104	290	402	496
折旧摊销	217	155	157	164
财务费用	(50)	(20)	(28)	(32)
投资损失	12	(7)	(7)	(8)
营运资金变动	342	(236)	(14)	(65)
其它	(336)	530	(174)	(200)
投资活动现金流	(453)	(367)	49	(200)
资本支出	61	(107)	115	(120)
长期投资	(3)	1	1	(1)
其他	(511)	(261)	(67)	(79)
筹资活动现金流	(75)	219	32	35
短期借款	15	(2)	4	3
长期借款	0	0	0	0
其他	(90)	221	28	32
现金净增加额	(239)	563	416	190

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1255	1604	2035	2521
营业成本	579	735	926	1137
营业税金及附加	22	21	25	33
营业费用	289	289	358	441
管理费用	143	134	152	185
研发费用	137	132	173	202
财务费用	(50)	(20)	(28)	(32)
资产减值损失	62	30	32	42
公允价值变动损益	3	5	8	9
投资净收益	(12)	7	7	8
其他经营收益	61	46	61	56
营业利润	125	342	473	587
营业外收支	0	1	1	1
利润总额	125	343	474	588
所得税	21	53	73	92
净利润	104	290	402	496
少数股东损益	(5)	(13)	4	5
归属母公司净利润	109	303	398	491
EBITDA	325	477	604	719
EPS (最新摊薄)	0.10	0.27	0.36	0.44

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-21.45%	27.74%	26.91%	23.85%
营业利润	-60.45%	174.35%	38.44%	23.95%
归属母公司净利润	-61.57%	178.38%	31.03%	23.56%
获利能力				
毛利率	53.86%	54.20%	54.50%	54.90%
净利率	8.30%	18.08%	19.73%	19.68%
ROE	1.97%	5.36%	6.51%	7.49%
ROIC	1.70%	4.67%	6.06%	6.97%
偿债能力				
资产负债率	19.95%	17.84%	19.55%	20.46%
净负债比率	1.22%	1.11%	1.20%	1.22%
流动比率	3.02	3.62	3.56	3.48
速动比率	2.62	3.18	3.12	3.02
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.23	0.27	0.31
应收账款周转率	1.68	2.27	2.24	2.18
应付账款周转率	2.04	2.41	2.38	2.38
每股指标(元)				
每股收益	0.10	0.27	0.36	0.44
每股经营现金	0.26	0.64	0.30	0.32
每股净资产	4.74	5.23	5.59	6.03
估值比率				
P/E	177.50	63.76	48.66	39.38
P/B	3.67	3.32	3.11	2.88
EV/EBITDA	20.39	37.10	28.66	23.79

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>