

生物股份(600201)/动物保健

不一样的龙头，不一样的动保新成长！

评级：买入(维持)

市场价格：35.49

目标价格：48.3

分析师：陈奇

执业证书编号：S0740514070005

电话：021-20315189

Email: chenqi@r.qlzq.com.cn

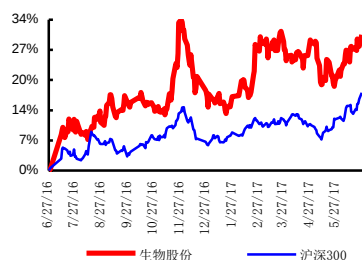
联系人：刁凯峰

电话：

Email: diaokf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	613
流通股本(百万股)	569
市价(元)	34.4
市值(百万元)	21100
流通市值(百万元)	21100

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1. 生物股份跟踪报告：拟参与并购辽宁益康，逐鹿20亿高致病性禽流感市场
2. 生物股份深度报告：龙头能否持续高增长？

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,246.51	1,517.02	2,015.00	2,740.00	3,710.00
增长率 yoy%	17.27%	21.70%	32.83%	35.98%	35.40%
净利润	479.73	644.54	904.32	1,175.62	1,528.62
增长率 yoy%	18.65%	34.36%	40.30%	30.00%	30.03%
每股收益(元)	0.84	1.05	1.38	1.80	2.34
每股现金流量	0.86	1.23	1.75	1.19	2.30
净资产收益率	22.51%	17.04%	15.24%	16.54%	17.70%
P/E	44.14	30.05	24.51	19.40	14.92
PEG	2.37	0.87	0.61	0.65	0.50
P/B	2.37	0.87	3.74	3.21	2.64

备注：

投资要点

- 上一篇报告侧重于从行业角度，以口蹄疫市场、外企入国门、反当新蓝海三个未来行业的最大趋势为视角，分析当前市场苗龙头生物股份能否持续高增长。当前持续高增长的口蹄疫市场苗及公司的表现也印证了我们的逻辑。本篇我们将以市场最为担心的竞争对手工艺改进为起点，以公司自身的变化为核心，论证公司未来即将开启新一轮的增长。
- 2017年中牧股份和海利生物在工艺改进上进步明显，也成为市场担心的最大风险。在对手的步步紧逼下，质量差距正在缩小，但生物股份也已经开始变得更强大，特别是在过去明显短板的营销服务上，当前领先中农威特的增速即印证了这一显著效果。从长期市占率分析看，生物股份仍是未来3年的口蹄疫龙头。因此我们只需关注，生物股份能否会被压制成低增速的情况。我们发现历史上明显疫情的出现皆伴随着市场苗的爆发，而在疫情不同的状况下，口蹄疫市场苗的渗透速度、质量敏感性、营销服务需求等重点指标呈现显著差异，当前市场渗透指标达到一定程度后市场再扩容分析，疫情因素当作为重要的情境变量。因此我们先建立一个假设模型，假设在疫情高发和低发两个不同情境下，分别从流行病学与行业驱动力转换两个角度分析，生物股份的竞争优势是否更加强化？
- 假设一：疫情高发时，质量作为核心驱动因素，营销服务因素被隔离，质量敏感性提升，生物股份强者恒强：高端苗的推广，能有效减少疫病发生，但这并不代表未来口蹄疫的爆发将不太可能，我们从防疫体系的角度上看，我国当前口蹄疫仍然处于高发阶段。今年疫病流行趋于复杂化与严重化，在2017-18年新高发防疫周期下，生物股份质量领先优势将变得持续显著，增速有望持续领跑行业。
- 假设二：疫情低发时，质量因素被隔离，营销服务作为核心驱动因素，行业趋势弱化、公司趋势强化，生物股份产品动态质量、规模客户资源、产品线、技术服务能力、员工激励、客户认可度多方面处于领先地位，渗透速度将显著高于其他厂商。我们之前做过测算，若维持行业高增速，那么即便竞争对手逐渐加入，由于生物股份的绝对领先地位，因此面临的压力不大。因此唯一的风险点是行业增速下行，而非竞争对手的加入。从猪价持续低盈利期判断，规模化速度放慢是大趋势，那么从规模化切换到渗透率主导的新时代后，龙头的新优势是否更明显？首先，渗透率提升的新形势对于优秀疫苗企业评判标准正在多元化，口蹄疫的营销服务权重将不断增强。其次且最核心的在于，对于中小养殖场来说，政府苗的长期存在，加之养殖户采购致死类疫苗对自身养殖规模的

高度敏感性,使得疫情低发期下,渗透将变得较为困难。渗透率提升不是一个行业假设,而是一个公司假设,各类规模养殖企业的单头防疫费用差别明显(10到50元),渗透率提升不是轻而易举的行业趋势。因此最后,我们认为不同企业的渗透率提升的能力不同,增速在公司层面的分化将更加明显,从产品动态质量、规模客户资源、产品线、技术服务能力、员工激励、客户认可度多方面来看,生物股份的渗透率提升显著优于当前的口蹄疫其他企业。

➤ 故而总体上看,这并不是传统意义上一个存量龙头受冲击,增速被迫下移的趋势,而是进入了渗透率提升为主导的新时期,公司在疫情高发或低发两个不同阶段,分别将凭借质量优势与营销服务机制优势而显著优于对手。从行业增速风险上看,我们认为即便行业增速下行,也预计是其他企业开拓市场的能力不利导致,生物股份的高增速存在确定性。

■ 新工艺实现重大突破,龙头拓宽产品线的逻辑正式打开

➤ 圆环疫苗市场过去一直是勃林格一家独大的情况,在工艺上还没有能够与勃林格相抗衡的品种。而经过我们最新的草根调研,我们对金宇的产品有了一个全新的认识。勃林格圆环为什么优秀?纯度、佐剂、便捷性是其核心竞争力,而当前生物股份圆环产品工艺提升,质量达到勃林格标准以上。

➤ 未来5年,盈利下行期,国产性价比高的生物股份圆环苗将实现爆发性增长。过去看,盈利高企进一步助推了勃林格2015-16年圆环持续高增长。而当前猪价进入持续低盈利期,养殖场将从确定性向收益性转向,同时成本差异收窄更激发了规模场采购性价比高的圆环苗的动机。因此我们认为在未来3年低盈利、成本差异收窄的背景下,国产疫苗优势凸显,生物股份充分受益。

➤ 市场工艺路径的壁垒打开,标志着生物股份开启了从龙头到巨头之路。从大的格局看,本质上三种技术路径都能达到效果,工艺水平的优劣决定了最终疫苗质量的差距,多重技术路径的策略才能最终致胜。圆环疫苗的工艺改进成功,标志着生物股份世界级领先的工艺技术成功拓宽了一个新的领域,有了全病毒与基因工程两个领先的技术路径,公司将真正开启从口蹄疫龙头向猪苗巨头之路。而后续进一步开发联苗产品、菌苗产品等将更加完善公司的产品力。

■ “国内并购-国际合作-对接扩充产品线”三步曲,开启产业化外延扩张的高效通路。生物股份当前成功并购辽宁益康(价格4.03亿元),我们认为并购不仅将获得国内稀有禽流感牌照(H7目前7家),同时也将大量扩充猪菌苗、宠物苗、猪病毒疫苗及反当苗产品线。公司近期成立了生物股份美国分公司,打开了国外技术及产品向中国内地发展的通路。我们上一篇深度报告分析了外企引进来的过程,而我们认为中国企业也有望走出去,生物股份作为国产疫苗市场化龙头,掌握全球领先的工艺技术,有望在当前并购浪潮背景下,并购海外企业。总体上看,我们能够将生物股份未来3-5年外延成长路径清晰刻画:第一步,国内并购扩充产品文号;第二步,国外合作获取技术;第三步,技术与产品对接,扩充起高质量的产品线。

■ 预计2017-19年销售收入为20.15、27.4、37.1亿元,同比增长32.83%、35.98%和35.4%;归属母公司股东净利润9.04、11.76和15.29亿元,同比增40.3%、30%和30.3%,对应摊薄后EPS1.38、1.8和2.34元。考虑到股权激励费用主要在2018-19年摊销,去除费用后的这两年利润增速在35-40%区间。我们参考其他兽药企业估值(2017年35XPE平均)、目前行业景气度和公司在行业中所处地位与展望,给予公司2017年35XPE的估值水平,据此得出的相对估值为48.3元,坚定配置具备国际动保巨头前景的生物股份!

■ 风险提示:疫病风险、技术升级风险、市场化推广风险。

内容目录

基于疫情的双情境分析下，龙头优势将更加明显！	- 5 -
长期静态分析：强力挑战者从 1 到 3，但龙头未来 3 年依然是龙头	- 5 -
动态情境之疫病高发：流行病学指引质量敏感性提升，龙头优势持续显著	- 6 -
动态情境之疫病低发：规模化切换到渗透率主导，龙头能否开启新增长？	- 8 -
新工艺实现重大突破，龙头拓宽产品线的逻辑正式打开	- 11 -
圆环工艺提升显著，真正做到国产内第一家全面达到勃林格标准	- 11 -
持续低盈利及无差异成本背景下，国产圆环苗将加速替代	- 13 -
市场工艺路径的壁垒打开，标志着生物股份开启了从龙头到巨头之路	- 14 -
“国内并购-国际合作-对接扩充产品线”三步曲，开启产业化外延扩张的高效通路	- 14 -
国内并购极大扩充产品线，弯道超越产品审批时间门槛	- 14 -
成立金字国际，建立大洋彼岸技术引进的通路	- 15 -
国际化视野布局深远，跃居世界级巨头可期	- 16 -
盈利预测和投资建议	- 17 -
盈利假设前提	- 17 -
盈利预测和估值	- 18 -
合理价格区间：48.3 元	- 19 -
风险提示	- 20 -

图表目录

图表 1：中牧股份及海利生物口蹄疫工艺改进情况	- 5 -
图表 2：市场营销方面改革	- 6 -
图表 3：生物股份自营市场改革情况	- 6 -
图表 4：自营与经销的优劣处对比	- 6 -
图表 5：口蹄疫基础免疫情况	- 7 -
图表 6：A 型口蹄疫在世界范围的扩散情况	- 7 -
图表 7：OIE 认定的世界口蹄疫无疫区	- 7 -
图表 10：A 型口蹄疫比例持续上升	- 8 -
图表 11：不同企业在口蹄疫评价中的得分情况	- 8 -
图表 12：两个口蹄疫大周期分析与判断	- 8 -
图表 13：不同规模养殖场的疫苗使用习惯	- 9 -
图表 14：不同类型养殖户单头商品猪疫苗费用	- 9 -
图表 15：口蹄疫市场格局判断	- 9 -
图表 16：口蹄疫各主要企业在各个方面的综合比较	- 10 -
图表 17：不同情境下生物股份竞争优势比较分析	- 11 -
图表 18：硕腾与勃林格经济动物中国销售额比较	- 12 -
图表 19：国内圆环市场销售额	- 12 -
图表 20：勃林格主要大品种情况	- 12 -
图表 21：生物股份圆环指标与勃林格比较	- 13 -
图表 22：头均盈利	- 13 -
图表 23：能繁母猪	- 13 -

图表 24：不同养殖单位盈利背景下养殖户选择圆环苗的分析	- 13 -
图表 25：生物股份非口蹄疫产品预测	- 14 -
图表 26：辽宁益康产品线对生物股份的协同效应	- 15 -
图表 27：生物股份在堪萨斯州成立金字美国生物技术有限公司	- 15 -
图表 28：外企进入中国后的竞争格局分析	- 16 -
图表 29：2002-10 美国公司获得新兽药数量排名	- 16 -
图表 30：美国新兽药研发体系	- 16 -
图表 31：生物股份外延成长路径	- 17 -
图表 32：生物股份三项期间费用假设	- 18 -
图表 33：公司财务三张表	- 18 -
图表 34：动物保健行业 PE	- 19 -

基于疫情的双情境分析下，龙头优势将更加明显！

长期静态分析：强力挑战者从 1 到 3，但龙头未来 3 年依然是龙头

- 竞争对手的工艺改进，是市场对生物股份近几年关注的首要问题。2017 年中牧股份和海利生物在工艺改进上进步明显，也成为市场担心的最大风险。
- 中牧股份：中牧今年在新董事长上任后，在工艺改进上进步明显，效力、纯度、毒株成熟度等核心指标上升明显，静态指标已经达到生物股份的水平。
- 海利生物：之前与阿根廷企业谈判有过曲折，2017 年起在阿根廷企业帮助下，做了数次工艺改进，静态指标也已经达到生物股份的水平。
- 口蹄疫领域来看，生物股份的竞争对手，从中农威特 1 家，变为 3 家，市场格局大为不同，那么是否意味着，生物股份即将告别高成长通道？

图表 1：中牧股份及海利生物口蹄疫工艺改进情况

工艺改进企业	工艺改进缘由	工艺改进来源	工艺改进进度	工艺改进效果
海利生物	与阿根廷企业合作出现阻力	阿根廷企业技术工艺	改进取得阶段性成功	当前静态指标达到生物股份水平
中牧股份	纯化、稳定性等仍有问题	中牧研究院、国内研究院、国外专家		

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 在对手的步步紧逼下，质量差距正在缩小，但生物股份也已经开始变得更强，特别是在过去明显短板的营销服务上，当前领先中农威特的增速即印证了这一显著效果。
- 分类营销方式：营销更具有区域针对性。公司当前积极在各省开展不同方式的，一是在三地开展自营、二是在河南与江西开展现场订货赠品形式，三是广东和广西开展返货形式，明显相对于之前区域化特征更加明显，这一点在其他各个口蹄疫企业还未能体现。
- 自营与经销市场：未来自营市场更加有前景。需要强调的是，自营市场一般只是取消总代，而非直接到各个终端。过去口蹄疫各家企业均是以经销方式拓展客户，但当前经销商暴露出两大主要问题：一方面整体疫病复杂背景下，经销商一般代理多家厂商的多种疫苗，经销商的服务资源与公司客户的服务导向未必一致，另一方面当前在客户结构性补栏的背景下，经销商掌握终端信息，而在厂商深度分销指标压力下，大部分经销商上报信息过程中刻意压低补栏速度信息，以便减少指标压力。而从调研显示，自营市场对于高指标的接受度明显大于经销商，这也从侧面表明了经销商主动减少指标压力的动机。
- 积极促销：畅通渠道，积极抢占新市场。公司 2016 年一年没有促销活动，而中农威特 2016 年开展大量的促销活动，2017 年刚好相反，中农威特态度保守，生物股份则积极地在全省大范围促销。当前从口蹄疫整体市场增速来看，去年全年中农威特增速高于生物股份，今年生物股份的增速已经超过中农威特。
- 客户服务：公司前期在客户服务上投入很低，当前在自营及经销商市场上开始不断增加服务力量，终端反馈提升效果明显。

图表 2：市场营销方面改革

	过去	现在	主要竞争对手情况
经销与直销	高度依赖经销商	不断推广自营市场	中农威特仍然高度依赖经销商
促销行为	16年未进行促销	今年在各地进行不同形式促销	中农威特去年促销，今年没有进行促销
分类营销方式	无	不同地区的促销手段不同，广东广西采取返货、江西与河南采取现场订货赠品	中农威特仍然高度依赖经销商
客户服务	技术服务较少	加强客户服务	中农威特仍然高度依赖经销商
价格行为		稳定价格	价格混乱，仍想提价

来源：公司公告，草根调研，中泰证券研究所

图表 3：生物股份自营市场改革情况

方面	具体模式
背景需求	当前规模化猪场客户对产品及厂家技术需求日益增强，传统的销售模式无法满足需求，自营模式由此应运而生。
运行方式	在自营模式下，金宇公司可以为客户提供更好的技术指导和抗体检测，以了解客户的免疫状况和个性化程序，为客户提供高品质的疫苗，或根据本场病原特点制定出适合的防控方案。
团队建设	公司单独组建湖南自营团队，将为猪场提供更高品质的技术和服务。

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：自营与经销的优劣处对比

	客观背景	自营模式	经销商模式
客户补栏	客户自身补栏速度很快	指标偏高，	指标偏低
服务	疫病复杂的背景下，客户对于服务的需求更高。	针对金宇口蹄疫客户解决问题	多种品牌代理，服务针对性不强

来源：中泰证券研究所

- 从长期市占率分析看：生物股份仍是未来 3 年的口蹄疫龙头。我们从静态的竞争格局分析看，除了生物股份比较全面外，整体上中农威特略微保守，海利生物高端渠道较少，中牧股份质量仍需再考验，我们认为至少未来 3 年，生物股份仍然是口蹄疫的龙头，基本没有被颠覆的风险：（1）中农威特仍然高度依赖经销商，当前没有整体的销售策略，对很多新增市场的把控能力不强。（2）海利生物原有渠道主要在中小养殖场，高端疫苗渠道建设较少，未来产品投放客观上有一个过程。（3）中牧股份近年来持续提升产品质量，但仍需 1 个冬季防疫高峰来印证其效果。
- 因此在长期龙头地位稳固的前提下，从竞争格局的风险端，我们只需要关注的是，生物股份能否会被压制成低增速的情况。
- 首先，我们发现历史上明显疫情的出现皆伴随着市场苗的爆发；其次，在疫情不同的状况下，口蹄疫市场苗的渗透速度、质量敏感性、营销服务需求等重点指标呈现显著差异；最终，当前市场渗透指标达到一定程度后市场再扩容分析，疫情因素当作为重要的情境变量。因此我们先建立一个假设模型，假设在疫病高发和低发两个不同情境下，分别从流行病学与行业驱动力转换两个角度分析，生物股份的竞争优势是否更加强化？

动态情境之疫病高发：流行病学指引质量敏感性提升，龙头优势持续显著

- 假设一：疫情处于高发期。高端苗的推广，能有效减少疫病发生，但这并不代表未来口蹄疫的爆发的可能性较低，我们从防疫体系的角度上看，我国当前口蹄疫仍然处于高发阶段。

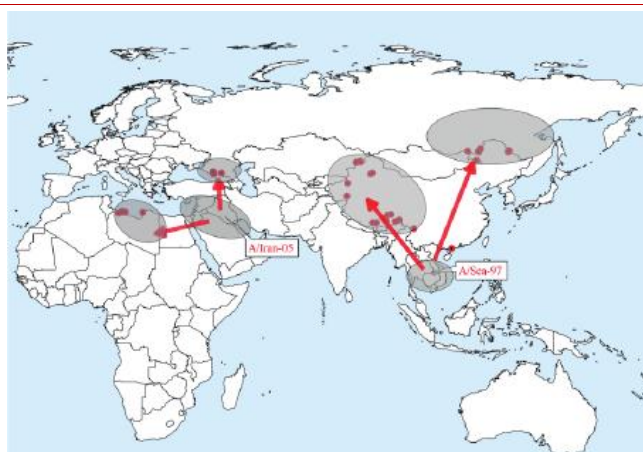
- **高端苗渗透率低，基层防疫水平差：**当前高端苗渗透率仅有 15%，而占比 10%的存栏 3000 头母猪以上的超大型养殖场才是疫苗的高密度使用者，占比 70-80%的一般养殖场的防疫水平很低。
- **基础免疫未能有效建立：**大部分养殖场仍倾向于在冬季等口蹄疫高发季节进行免疫，基础免疫的规范性不强。
- **外来病种无法防范：**我国在东南亚、西北等边境控制流通的能力较差，近年来多个主要发病毒株均是从境外传入，亚洲大部分地区不是口蹄疫无疫区，外毒传入的风险持续较高。

图表 5：口蹄疫基础免疫情况

免疫方面	市场情况
市场苗覆盖情况	当前市场苗渗透率大致为15%，占比10%的存栏3000头母猪以上的养殖场使用率最高，一般防疫情况均较差。
免疫习惯	养殖户多在冬天等高发季节密集防疫，基础与常规免疫较差。
外在威胁	外部威胁持续较大，近年来高发的疫情中相当比重是外在流入的病毒。
动物种类	动物种类混处的情况依然能普遍，A型、O型交叉感染的情况不断上升。

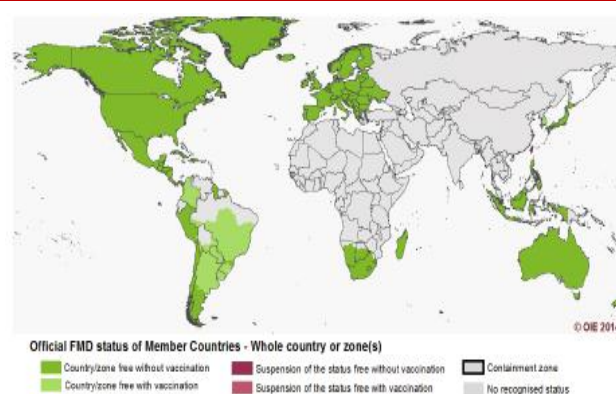
来源：草根调研，中泰证券研究所

图表 6：A 型口蹄疫在世界范围的扩散情况



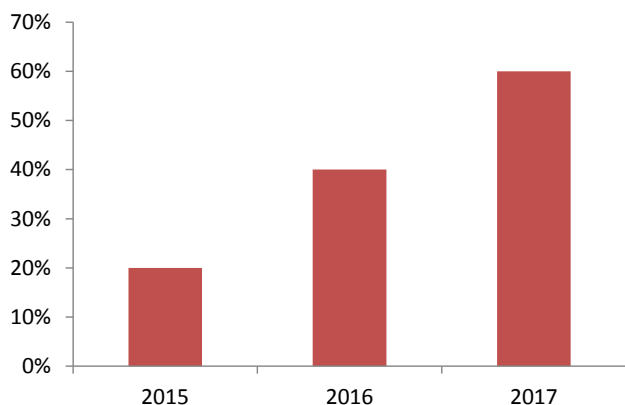
来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 7：OIE 认定的世界口蹄疫无疫区

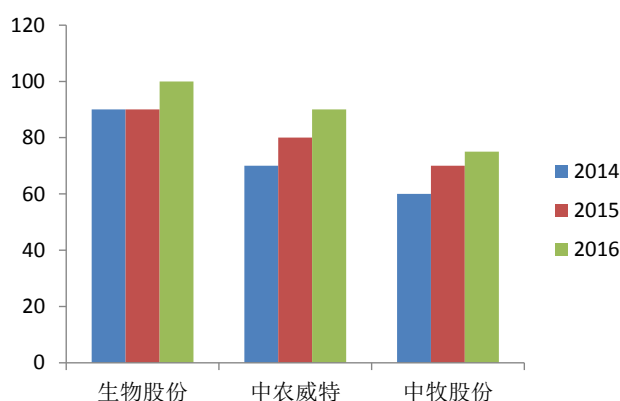


来源：OIE，中泰证券研究所

- **今年疫病流行趋于复杂化与严重化，两周期叠加的疫病高发期已来临。**
- **O 型新增多个毒株与 A 型占比不断提升：**2017 年新增印度株与蒙古株，整体 O 型疫情更加复杂，对于疫苗的交叉保护能力要求明显提升。而 A 型占比已经从 40%提升到 60%以上，混合感染的情况非常普遍。
- **口蹄疫大的疫病周期正在趋于严重，2017-18 年是两个周期叠加的高发期：**一般我们认为口蹄疫的疫情周期是 3—5 年/次，原先 2016 年下半年到 2017 年上半年，产业预期是 2015 到 2016 年的阶段疫情就来了，但实际是推迟的。部分产业人士认为从 2013 年之后，高端苗的介入后，很多养户都倾向于使用高端苗，所以把疫情拖后一点。但从目前来看，发病的程度正在不断提升。我们从 5-10 年的大周期和 3-5 年的小周期推演，2017-2020 是未来口蹄疫的高发期，其中 2017-18 年更是两个周期的叠加高发期。

图表 8：A 型口蹄疫比例持续上升


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：不同企业在口蹄疫评价中的得分情况


来源：草根调研，中泰证券研究所

图表 10：两个口蹄疫大周期分析与判断

大流行（5-10 年周期）	2000	发生了泛亚毒株的 0 型口蹄疫的世界范围的大流行
	2010	缅甸 98 毒株的 0 型口蹄疫在亚洲范围内的大流行
下一个大周期爆发推算	2017-2020	亚洲疫病环境趋于复杂，多动物、多种类变异不断出现，新的强力毒株在演变形成，有可能引发亚洲乃至世界范围的大流行。
小流行（3-5 年周期）	2009	东南亚 97/G1 毒株（A/Sea-97/G1 毒株，亦称武汉毒株，WH09 毒株）A 型口蹄疫流行。
	2013	在我国广东茂名发现东南亚 97/G2 毒株（A/Sea-97/G2 毒株，亦称茂名毒株，MM 毒株）A 型口蹄疫在猪上首次发病，截止同年 8 月 A 型在全国发生 16 起波及广州、云南、青海、西藏和新疆 5 个省（自治区）
下一个小周期爆发推算	2017-2018	外来引入的新 0 型毒株（印度、蒙古）及 A 型本土变异毒株（江西、广东），将可能引发疫情全国范围爆发。

来源：中泰证券研究所

- **2017-18 年新高发防疫周期下，生物股份质量领先优势将变得持续显著，增速有望持续领跑行业。**我们通过某省权威的三方盲检看到，虽然在 2016 年中农威特产品质量接近生物股份，但生物股份仍然有领先优势。但是我们上部分分析到，疫情正进入新的爆发周期，而同时从调研情况看，养殖户在疫情压力较大的时候更倾向于用行业最优质的疫苗，如 2017 年就存在一定范围和程度的换苗现象。我们认为在新的疫病流行严重、流行亚型复杂的背景下，生物股份的口蹄疫质量优势有望持续显著领先，未来仍具备领先行业增速的竞争力。

动态情境之疫病低发：规模化切换到渗透率主导，龙头能否开启新增长？

- **假设二：疫情处于低发期。**若疫情未来 3 年持续处于低发情况，同时随着生猪养殖逐渐进入持续低盈利期，那么规模化扩容速度不可避免会放缓，因此渗透率提升成为行业扩容的唯一主要驱动力。而我们之前也做过测算，若维持行业高增速，那么即便竞争对手逐渐加入，由于生物股份的绝对领先地位，因此面临的压力不大。若行业维持低增速，那么生物股份则有可能面临危机。因此唯一的风险点是行业增速下行，而非竞争对手的加入。

- 那么渗透率提升的背景下，是否可能行业增速出现大幅度下行？我们认为有可能，但是这样的分析显然是过于表象，并不能弄清楚生物股份的增速究竟会不会遇到阻力。那么从规模化切换到渗透率主导的新时代后，龙头的新优势是否更明显？
- 首先，渗透率提升的新形势对于优秀疫苗企业评判标准正在多元化，口蹄疫的营销服务权重将不断增强。
 - 异地扩散现象越来越多：原本养殖场主要是在本地进行扩张产能，人员、设施及防疫体系均容易复制，但是当前在环保压力及北方鼓励养殖区政策下，异地扩散现象明显增多，且大多是在使用高端苗密集的大养殖场，对于口蹄疫疫苗营销服务的需求增加明显。
 - 质量已经不成为唯一的判断标准：未来质量的差距有缩小趋势，新形势下有关营销服务的权重被动增加。
 - 经销商与自营模式的差别逐步体现：客观上，口蹄疫病种对于营销服务投入的增加，对于一级经销商倾斜资源向口蹄疫的要求提升，而自营市场则相对更加顺畅。

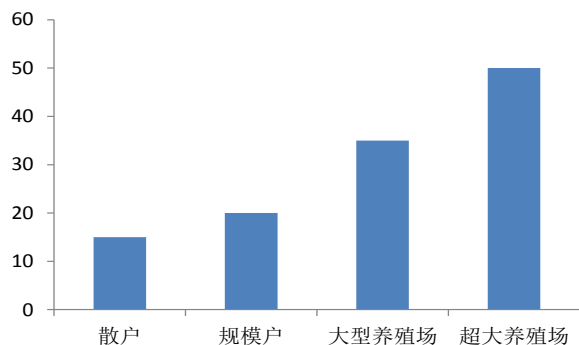
图表 11：不同规模养殖场的疫苗使用习惯

特征	超大规模	大规模	中等规模养殖场	散户
规模程度	5万头以上商品猪，3000头以上母猪	5000头-5万头商品猪，300-3000头母猪	500-5000头商品猪，30-300头母猪	500头以下商品猪，30头以下母猪
占比	10%	20%	20%	50%
用苗种类	4-5种	2-3种	1-2种	没有习惯
用苗强度	规范的用	稳定的用	看周围的情况处理	疫情来了打，不来不打
10元标准市场苗规模	8亿	8亿	24亿	40亿
母猪	1亿（第一阶段）	1亿（第一阶段）	3亿（第一阶段）	5亿（第二至三阶段，但不完全）
商品猪	7亿（第二阶段）	7亿（第三阶段）	21亿（第三阶段）	35亿（第四阶段）

来源：草根调研，中泰证券研究所

- 其次且最核心的在于，对于中小养殖场来说，政府苗的长期存在，加之养殖户采购致死类疫苗对自身养殖规模的高度敏感性，使得疫情低发期下，渗透将变得较为困难。因此相比于过去规模化时代下行业内各个企业均受益的行业性机遇，渗透率提升不是一个行业假设，而是一个公司假设，即公司开拓的能力有保证，行业渗透率才有可能提升。因为本质上，各类规模养殖企业的单头防疫费用差别明显（10 到 50 元），渗透率提升不是轻而易举的行业趋势。

图表 12：不同类型养殖户单头商品猪疫苗费用
图表 13：口蹄疫市场格局判断



来源：草根调研，公司公告，中泰证券研究所

	2016	2017	2018	2019	2020
行业整体	18.50	25.90	37.56	51.45	70.49
行业增速		40%	45%	37%	37%
生物股份	10.4	14.2	19.6	26.2	35.9
生物增速		36.30%	38.15%	33.91%	37.00%
中农威特	5.5	7.4	10.2	13.4	18.3
中牧股份	1	2	3	4.5	5.5
海利生物		1	3	5	7.5
天康生物			0.5	1	2
其他	1.8	1.3	1.3	1.3	1.3

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 因此最后，我们认为不同企业的渗透率提升的能力不同，增速在公司层面的分化将更加明显，从产品动态质量、规模客户资源、产品线、技术服务能力、员工激励、客户认可度多方面来看，生物股份的渗透率提升显著优于当前的口蹄疫其他企业。
- **员工激励上**，生物股份 10 亿元大幅激励显著优于其他企业，个人指标保证未来整体市场苗高速渗透：生物股份当前具备最大份额的员工激励，增发比例近 5%（10 亿市值），业务端营销人员、技术服务专家、经销商的动力极强，个人任务能否完成成为能否获得激励的必要条件。市场对股权激励的负面影响认识充分，但对于其正面影响却认识无几，即显著强化了营销服务要求高的时期的渗透能力，这保证了生物股份未来几年市场苗得以高速渗透。
 - **技术服务能力**：公司近年来开始快速提升技术服务能力，自营市场直接指导终端技术服务，经销市场也大力投入技术服务力量，与营销商关系更加协同，共享服务资源开拓市场。
 - **营销推广能力**：公司当前具备口蹄疫行业最领先的分区域、分时段、分养殖结构的立体营销体系，且是实践过程中被证明充分有效领先竞争对手的武器，今年领先行业增速就是最好证明。
 - **原有客户资源及客户认可程度**：公司具备目前最广泛的高端苗客户资源，公司口蹄疫世界级品牌已经深入人心。
 - **AO 双价苗**：生物股份具备未来行业 2 家仅有的猪 AO 双价苗，破除了之前牛羊三价苗对于猪市场苗渠道的阻力，未来可公开大范围渗透。

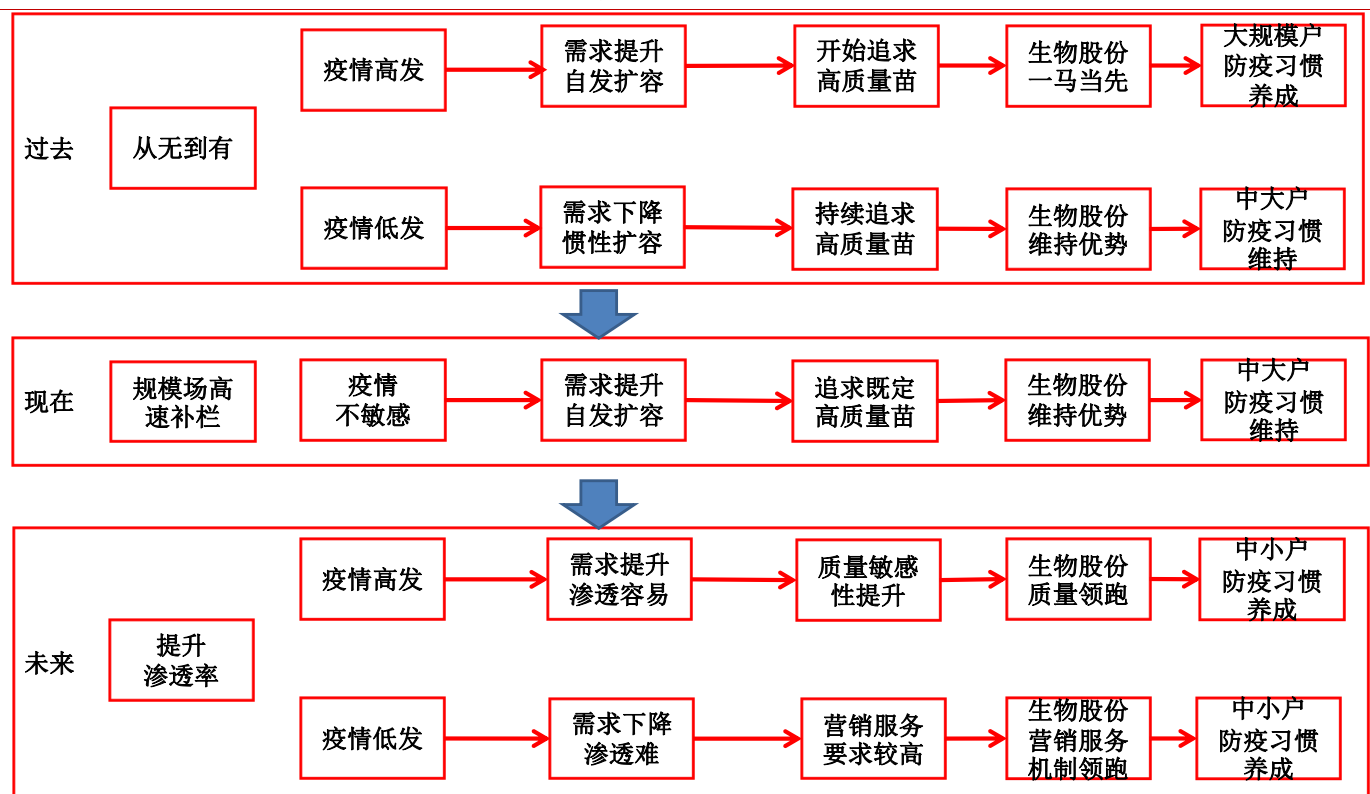
图表 14：口蹄疫各主要企业在各个方面的综合比较

	产品静态质量	产品动态稳定性	规模客户资源	产品线	技术服务能力	员工激励	客户认可度
生物股份	达到世界最高标准	经历过所有疫情考验	集中了中国最高端的客户资源	猪的AO双价、牛三价、猪0，顶级圆环	规模养殖场技术服务能力强	激励充分	极高
中农威特	接近生物股份，稳定性较差	近年来经历过大部分疫情考验	各类客户均有	猪的AO双价、牛三价、猪0	一般		较高
中牧股份	接近生物股份，稳定性较差	未经历过疫情考验	各类客户均有	牛三价、猪0，其他产品一般	一般		一般
海利生物	接近生物股份，稳定性较差	未经历过疫情考验	中小型客户资源为主	牛三价、猪0，其他产品一般	一般类型客户较强		一般

来源：草根调研，中泰证券研究所

- 故而总体上看，这并不是传统意义上一个存量龙头受冲击，增速被迫下移的趋势，而是进入了渗透率提升为主导的新时期，公司在疫情高发或低发两个不同阶段，分别将凭借质量优势与营销服务机制优势而显著优于对手。
- 疫情高发时，质量作为核心驱动因素，营销服务因素被隔离，质量敏感性提升，生物股份强者恒强；疫情低发时，质量因素被隔离，营销服务作为核心驱动因素，生物股份当前处于领先地位，渗透速度将显著高于其他厂商。
- 因此从行业增速风险上看，我们认为即便行业增速下行，也预计是其他企业开拓市场的能力不利导致，生物股份的高增速存在确定性。

图表 15：不同情境下生物股份竞争优势比较分析



来源：中泰证券研究所

新工艺实现重大突破，龙头拓宽产品线的逻辑正式打开

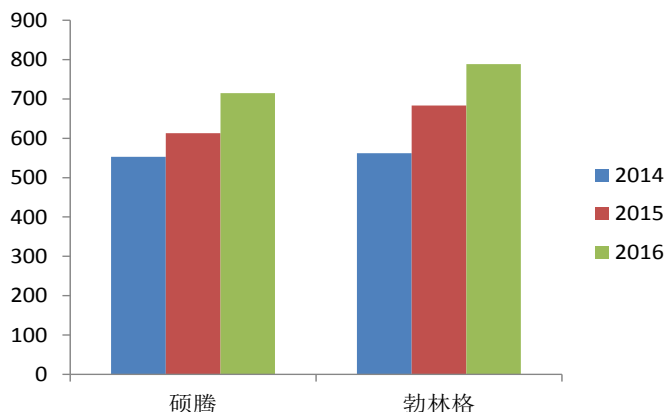
圆环工艺提升显著，真正做到国产内第一家全面达到勃林格标准

- 圆环疫苗市场过去一直是勃林格一家独大的情况，在工艺上还没有能够与勃林格相抗衡的品种。而经过我们最新的草根调研，我们对金宇的产品有了一个全新的认识。
- 勃林格圆环为什么优秀？纯度、佐剂、便捷性是其核心竞争力。
 - 纯度：过去市场一直强调浓度概念，认为圆环核心的竞争力在于浓度，实际上浓度只是一个侧面指标，能够激发良好免疫反应的应该是纯度，如果浓度很高而纯度低，实际上也没有很好地免疫效果。尽管不同技术路径的纯度指标没有可比性，单就杆状病毒表达这一技术路径而言，勃林格圆环疫苗纯度达到 80-90%，国产疫苗纯度仅仅只有不足 10%。
 - 佐剂：采用创新的水性聚合物佐剂技术茵福莱，具备高效辅助表达抗原

的作用，抗体反应期、副反应等均处于最高水平。

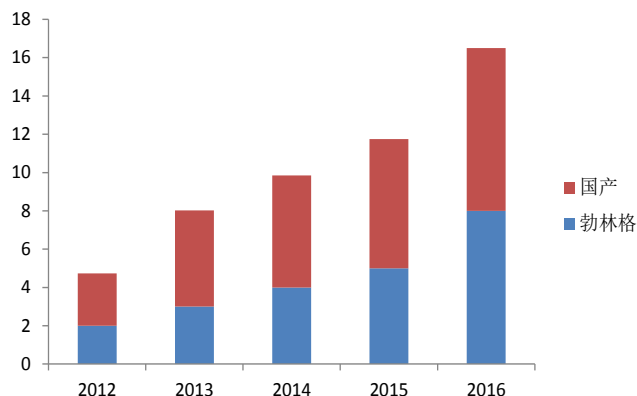
- **便捷性：**勃林格圆环是全世界首个单剂型圆环二型疫苗，而后以圆环为基础开发了多个联苗，把圆环、支原体等多个疫病都汇总简化为一针免疫。
- **从实际使用效果看，**虽然前期勃林格圆环疫苗售价达 28.9 元/头份，但使用后对于猪场的盈利贡献远大于这个值。

图表 16：硕腾与勃林格经济动物中国销售额比较



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：国内圆环市场销售额



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18：勃林格主要大品种情况

产品功能	年复合增长率	最高销售额	贡献持久度
唯一治疗狗充血性心脏病	20.70%	34	2004-2009
治疗支气管痉挛的呼吸障碍	19%	19	2004-2006
止痛消炎	6.90%	95	2004-2010
首个单剂量猪支原菌疾病的疫苗	15.40%	43	2004-2010
唯一预防罗森氏菌的猪肠道感染性病疫苗	18%	26	2005-2007
首个单剂量猪圆环病毒疾病疫苗	59.40%	239	2006-2010
猪蓝耳疫苗	29.40%	44	2008-2010

来源：公司公告，草根调研，中泰证券研究所

- **圆环产品工艺提升，质量达到勃林格标准以上。**
- **浓度：超过勃林格。**公司圆环疫苗浓度已经达到 80-100，远超此前的 50 及勃林格水平。浓度指标虽然不是唯一主要的指标，但是也显示了公司工艺上的领先。
- **纯度：从 50%提升到超过 90%，达到勃林格标准。**这一指标体现了圆环的核心质量标准，公司 2016 年上市的疫苗纯度仅为 50-60%，没有达到勃林格 80%左右的水平。而目前改进纯化工艺后，纯度超过 90%，在关键指标上超过勃林格。
- **副反应：几乎没有副反应。**前期副反应较高，而此次纯化改进后，几乎没有副反应。
- **佐剂：升级后显著缩短了抗体产生时间和延长了保护期。**公司佐剂采用了新型的纳米级别的水佐剂，抗体 2 周内就能产生，也延长了 1-2 个月的保护期
- **便捷性：当前能做到一针免疫，**后续公司也在针对圆环开发多个联苗。

图表 19：生物股份圆环指标与勃林格比较

	生物股份过去	生物股份当前	勃林格
浓度	50	80-100	20-30
纯度	50%	80-90%	80-90%
佐剂	一般水佐剂	纳米级别水佐剂， 抗体2周内产生	海绵状水佐剂，抗 体快速产生

来源：公司公告，中泰证券研究所

持续低盈利及无差异成本背景下，国产圆环苗将加速替代

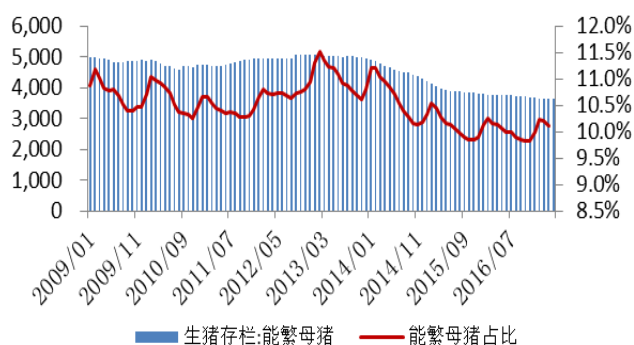
- 未来 5 年，盈利下行期，国产性价比高的生物股份圆环苗将实现爆发性增长。
- 盈利高企进一步助推了勃林格 2015-16 年圆环持续高增长。我们调研发现，勃林格在 2016 年圆环放量增长的一个重要原因是猪价持续处于 800 元/头的超高盈利期，各类规模的养殖场均选用高端的勃林格圆环疫苗。
- 猪价进入持续低盈利期，养殖场将从确定性向收益性转向：未来 2-3 年猪价将进入 500 元/头以下的持续低盈利期，养殖场将从过去保证盈利的稳定性，向保证盈利增量的收益性转向，更倾向于采购稳定性不是最优但性价比最高的国产苗。
- 成本差异收窄更激发了规模场采购性价比高的圆环苗的动机：本轮规模化高速扩张后，规模场直接的成本差异进一步收窄，更激发了养殖场对于经济类疫苗的采购热情。
- 国产疫苗优势凸显，生物股份充分受益。因此我们认为，作为当前质量最高的国产苗，生物股份有望在未来 2-3 年实现每年 40%以上的高速增长。

图表 20：头均盈利：



来源：wind，中泰证券研究所

图表 21：能繁母猪



来源：wind，中泰证券研究所

图表 22：不同养殖单位盈利背景下养殖户选择圆环苗的分析

	稳定性	盈利改善力度	成本	最终选择
500-1000元	要求高	要求低	高成本能接受	高端勃林格、梅里亚疫苗
0-500元	要求一般	要求高	需要性价比	国产最优疫苗
亏损	要求低	要求很高	需要低成本	国产一般疫苗

来源：中泰证券研究所

图表 23：生物股份非口蹄疫产品预测

	2016E	2017E	2018E	2019E
布氏杆菌等菌类活疫苗	0	0	100	150
牛二联	10	40	100	150
猪圆环	30.0	90.0	150.0	250.0

来源：中泰证券研究所

市场工艺路径的壁垒打开，标志着生物股份开启了从龙头到巨头之路

- 指标只是一个量化手段，最后评价疫苗还是需要通过实验检验，不同试验的检验效果不同，攻毒试验是最客观的评价标准，一般的测抗体水平、抗原抗体反应等都不能全面的评价。从不同专家的攻毒实验看，代表杆状病毒表达技术的勃林格、代表悬浮浓缩培养全病毒技术的梅里亚，在攻毒试验中的表现都明显优于过去国产疫苗。本质上三种技术路径都能达到效果，工艺水平的优劣决定了最终疫苗质量的差距，多重技术路径的策略才能最终致胜。
- 当前国内动保最大的机会来自于规模化高速迈进的猪苗领域，那么生物股份作为原本的口蹄疫市场苗龙头，核心在于技术壁垒的突破。掌握了传统全病毒疫苗工艺路径的生物股份，在其他相同技术路径下的疫苗才能成功。因此公司能否拓宽产品线，将口蹄疫的成功复制到其他领域，核心在于技术路径能否从全病毒拓宽到基因工程。圆环疫苗的工艺成功改进，标志着生物股份世界级领先的工艺技术成功拓宽了一个新的领域，有了全病毒与基因工程两个领先的技术路径，公司将真正开启从口蹄疫龙头向猪苗巨头之路。
- 后续进一步开发联苗产品、菌苗产品等将更加完善公司的产品力。实际上公司也在针对圆环与口蹄疫研发联苗品种圆环-支原体、口蹄疫-伪狂犬等疫苗。

“国内并购-国际合作-对接扩充产品线”三步曲，开启产业化外延扩张的高效通路

国内并购极大扩充产品线，弯道超越产品审批时间门槛

- **国内企业：并购益康生物，成功获取大量文号。**生物股份当前成功并购辽宁益康，我们认为并购不仅将获得国内稀有禽流感牌照（高致病性禽流感 H7 目前 7 家），同时也将大量扩充猪菌苗、宠物苗、猪病毒疫苗及反当苗产品线。
- **高致病性禽流感市场：**当前高致病禽流感市场共 20 亿（招标+市场苗），2017 年至今 H7 型高致病性禽流感成为家禽业首要危害。我们认为未来 H7 主导禽流感市场下，行业集中度有望提升（从过去 10 家到目前 7 家），益康拥有最新的 H5+H7 二价产品，具备未来占据 20%份额的潜力。
- **猪菌苗大量扩充：**当前规模化加速及致死性疫苗大面积推广后，效率提升的权重明显提升，加之抗生素限制，细菌性疫苗需求明显开始增长，

益康拥有的支原体、副猪、大肠杆菌、巴氏杆菌、沙门菌等多个上市及储备品种，将明显加强生物股份在此领域的竞争力。

- **宠物疫苗**：益康拥有狂犬疫苗产品，未来有望逐鹿宠物疫苗市场。
- **反刍苗及猪病毒苗产品线扩充**：益康还拥有圆环、ST 猪瘟、伪狂犬、细小、山羊痘等猪及牛羊产品，为生物股份在这两个领域扩充产品线。

图表 24：辽宁益康产品线对生物股份的协同效应

动物种类	产品	状况	目前市场规模	生物股份并前是否拥有	前景	竞争格局
宠物疫苗	狂犬病灭活疫苗	已上市	1 亿	否	宠物疫苗当前市场仅 4-5 亿，未来 3 年有望形成 30 亿以上市场。	外企垄断了国内市场，益康产品如能引进国际技术，将进口替代。
禽苗	高致病性禽流感 H5+H7 二价苗	已上市	20 亿	否	当前高致病性禽流感市场共 20 亿（招标+市场苗），2017 年至今 H7 型高致病性禽流感成为家禽业首要危害。	未来 H7 主导禽流感市场下，行业集中度有望提升（从过去 10 家到目前 7 家），益康拥有最新的 H5+H7 二价产品，具备未来占据 20% 份额的潜力。
	低致病性禽流感 H9+新支发联苗	已上市	10 亿	是		
	鸭病毒性肝炎抗体	已上市		否		
	小鹅瘟活疫苗 (GD 株)	已上市		否		
	鸭瘟活疫苗	已上市		否		
反刍疫苗	山羊痘	已上市		否	在产业政策（玉米）及消费升级带动下，未来 2200 万头规模牛群体的规模化刚性防疫需求价值 33 亿，当前仅 2-3 亿。	当前国内只有生物股份大力布局反刍疫苗，通过当前三个高端产品、未来产业园区、益康产品的大力引进，有望占领 20 亿收入市场及 8 亿利润空间。
	羊快疫、猝狙、羔羊痢疾、肠毒血症三联四防灭活疫苗	已上市		否		
	牛多杀性巴氏杆菌灭活疫苗	已上市		否		
猪疫苗	仔猪大肠杆菌基因工程苗	已上市	除支原体外，猪菌苗市场当前规模较低	否	随着抗生素限制使用、养殖户对效率提升关注度明显提升，细菌性疫苗的需求未来呈现爆发之势。	除普莱柯外，当前大力研发菌苗的企业较少，品质上支原体以硕腾为代表，未来品质领先疫苗及国产替代的空间较大。
	仔猪副伤寒（沙门菌）活疫苗	已上市		否		
	猪多杀性巴氏杆菌病活疫苗	已上市		否		
	仔猪水肿（大肠杆菌）灭活苗	已上市		否		
	副猪嗜血杆菌二价苗	临床试验		否		
	猪支原体肺炎	临床试验	5 亿	否		
	圆环灭活疫苗	已上市	14 亿	是		
	圆环亚单位疫苗	新药注册中		是		
	ST 猪瘟	已上市	3 亿	否	招标取消后，猪瘟市场苗需求快速增长。	永顺占据了较大份额，其他产品质量仍有改进空间。
	伪狂犬	已上市	4 亿	是		
	猪细小病毒灭活疫苗	已上市		否	腹泻等疫病多发，细小病毒疫苗近年来需求量暴增。	硕腾细小病毒苗质量领先，国内企业有追赶的空间。

来源：草根调研，公开信息整理，中泰证券研究所

成立金宇国际，建立大洋彼岸技术引进的通路

- 公司近期成立了生物股份美国分公司，打开了国外技术及产品向中国内地发展的通路。
- **技术引进**：美国具备世界领先的各类疫苗技术，能够以国际化的视野提升国内的疫苗工艺水平。生物股份作为国内疫苗工艺的领头羊，未来有望站在世界前沿，将最新的成熟技术直接转化为国内产业化成果，持续强化质量优势。
- **产品引进**：美国掌握了全球流行病研究中心资源，对于各类疫病毒株分布及变异情况了解全面，公司有望不断引进新产品，完善国内的疫病防控体系，升级自身产品线。

图表 25：生物股份在堪萨斯州成立金宇美国生物技术有限公司

背景资源	依托堪萨斯州立大学兽医学院在动物疫病防控技术（诊断和疫苗）研究、动物流行病学研究和大数据分析及应用、农场动物养殖和健康管理系统的研究和应用、先进和全面的兽医诊断中心及兽医教学医院等领域的优势和公司自身拥有的深厚的生产技术实力和市场营销优势
合作领域	在兽用生物制品（疫苗和诊断试剂）的研发、动物疾病诊断技术的产业化、畜禽养殖和健康管理系统的优化三大领域
功能	建立动物疫病检测和诊断大数据分析平台、针对养殖业大数据模型开发中国动保市场急需的疫苗、药物、检测诊断试剂、诊断技术服务和教育培训服务。
产品与专利	公司目前已经拥有5个美国生物技术专利和3个专利申请，在研的4个猪用动保产品及诊断试剂预计会在未来一到两年内为金宇生物股份提供2-3个研发成果，丰富金宇生物股份产品组合。
意义	宇美国公司的成立，将通过上游研发人才和技术的合作引进和产业化，显著提升金宇生物股份在疫苗前期研究领域和分子生物学技术领域的能力和水平，保持金宇生物股份在国内外兽用生物制品行业科研创新引领和产业化先发优势的核心竞争力。

来源：中泰证券研究所

国际化视野布局深远，跃居世界级巨头可期

- 我们上一篇深度报告分析了外企引进来的过程：这一波外企进入中国将快速改变国内动物保健品的格局，未来 100 家企业，有 30-40 家因为招标取消而逐步退出市场，有 30-40 家因为受到外企冲击而退出市场，未来可能就 20 多家国内企业与 10 家外企在中国，集中度大大提升。
- 而我们认为中国企业也有望走出去，生物股份作为国产疫苗市场化龙头，掌握全球领先的工艺技术，有望在当前并购浪潮背景下，并购海外企业。以美国为例，研发领域形成了良好的分工机制：（1）专业化研发公司承担了大量的研发工作，基于此的研发合作与技术转让盛行，如前文中的 FIT 公司就是典型的专注前期研发的企业；（2）国际动保巨头则相对将更多精力放在产业化上，获取外部研发成果的同时也积极并购，源源不断为产业输送新产品。
- 动保巨头：我们认为动保巨头并购案例层出不穷，生物股份作为体量较大的龙头，也具备并购动保巨头整体业务或某一单项业务的可能性。
- 海外技术研发型企业：通过并购研发型企业，生物股份能够获得新技术与新产品，并快速转化到国内市场竞争优势的提升上。

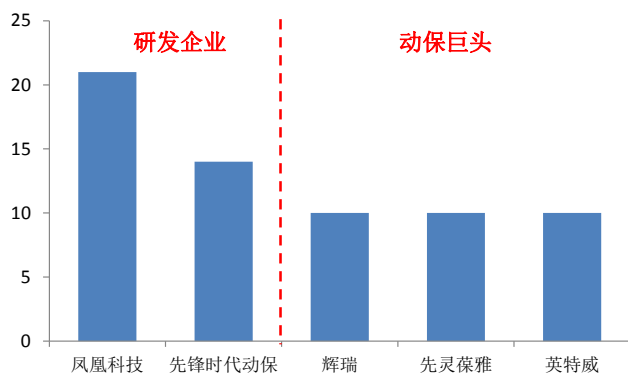
图表 26：外企进入中国后的竞争格局分析

企业类型	主力产品	产品线	过去状态	未来状态
前20家大规模企业	多个市场苗产品	比较综合	占据细分领域	优势企业脱颖而出，未能很好转型的一般企业逐步萎缩
10家外企	经国际验证的市场苗	比较综合	政策限制发展	政策放开，大力进入中国，在多个细分领域占据优势
中间30-40家中等企业	一两个市场苗	几个产品	销量稳定	大部分被外企冲击退出，能做出细分优势产品的将生存。
末尾30-40家小企业	依靠地方招标等	很少	地方性企业	基本退出市场

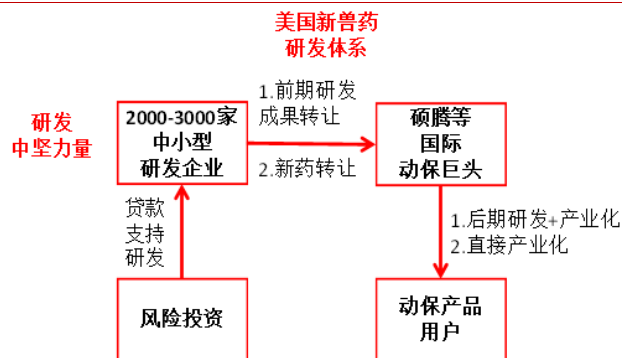
来源：中泰证券研究所

图表 27：2002-10 美国公司获得新兽药数量排名

图表 28：美国新兽药研发体系



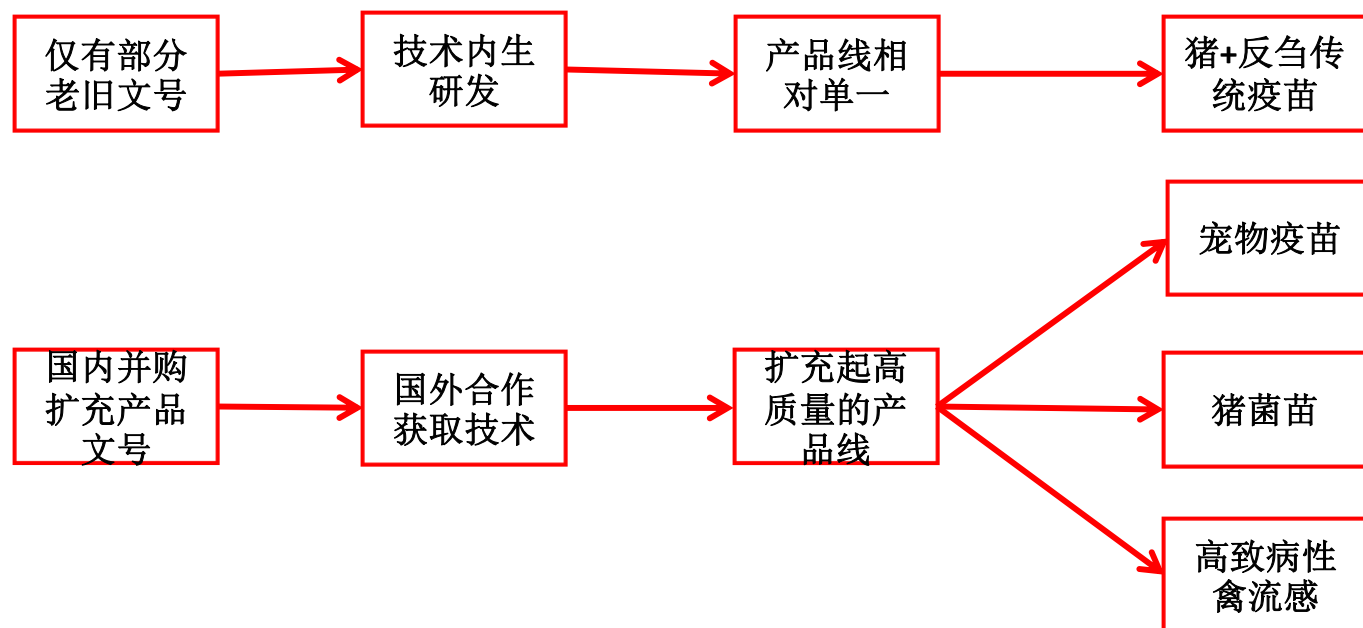
来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

- 总体上看，我们能够将生物股份未来 3-5 年外延成长路径清晰刻画。
- 第一步，国内并购扩充产品文号：通过并购辽宁益康等企业，获取产品文号，扩充公司在未来具备前景领域的产品储备。
- 第二步，国外合作获取技术：通过金字国际等国际渠道，以合作或技术购买的形式获取国际领先技术，扩充公司优势工艺的覆盖面。
- 第三步，技术与产品对接，扩充起高质量的产品线：通过领先技术与文号的对接，制造出具备市场前景、质量领先的多个大品种。

图表 29：生物股份外延成长路径



来源：中泰证券研究所

盈利预测和投资建议

盈利假设前提

- 具体业务盈利假设详见后文销售预测表，期间费用假设详见下表。公司当前股权激励方案草案，通过增发 4.89%（首次授予 2910 万股，共 3000 万股）的限制性股份进一步扩大员工激励（董事、高管、中层及核心技术与营销骨干共 221 人），业绩承诺以 2016 年归母净利润为基础，2017-19 年不低于 20%、45%、75%，首次授予 1-3 年内的解禁比例分别为 40%、30%、30%，首次授予价格为 16.81 元/股，其中对 2017-19 年业绩影响分别为 0.63、1.01、0.72、0.33 亿元，虽然费用增加，但我们认为这将加速公司研发进程及营销服务升级，确保未来 3 年持续高增长。

图表 30：生物股份三项期间费用假设

利润表(中式)					
生物股份					
会计年度截止日：12/31	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业税金及附加	7.50	11.56	10.08	13.70	18.55
占营业收入比重	0.60%	0.76%	0.50%	0.50%	0.50%
销售费用	178.44	234.86	298.22	405.52	623.28
占营业收入比重	14.32%	15.48%	14.80%	14.80%	16.80%
管理费用	183.87	178.78	257.92	386.34	545.37
占营业收入比重	14.75%	11.79%	12.80%	14.10%	14.70%
财务费用	-12.65	-14.65	-43.58	-32.21	-42.31
占营业收入比重	-1.01%	-0.97%	-2.16%	-1.18%	-1.14%

来源：wind，中泰证券研究所

盈利预测和估值

- 预计 2017-19 年销售收入为 20.15、27.4、37.1 亿元，同比增长 32.83%、35.98%和 35.4%；归属母公司股东净利润 9.04、11.76 和 15.29 亿元，同比增 40.3%、30%和 30.3%，对应摊薄后 EPS1.38、1.8 和 2.34 元。考虑到股权激励费用主要在 2018-19 年摊销，去除费用后的这两年利润增速在 35-40%区间。

图表 31：公司财务三张表

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,063	1,247	1,517	2,015	2,740	3,710
增长率	58.32%	17.3%	21.7%	32.8%	36.0%	35.4%
营业成本	-253	-286	-337	-433	-589	-798
% 销售收入	23.8%	23.0%	22.2%	21.5%	21.5%	21.5%
毛利	810	960	1,180	1,582	2,151	2,912
% 销售收入	76.2%	77.0%	77.8%	78.5%	78.5%	78.5%
营业税金及附加	-8	-7	-12	-10	-14	-19
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-167	-178	-235	-298	-406	-623
% 销售收入	15.7%	14.3%	15.5%	14.8%	14.8%	16.8%
管理费用	-152	-184	-179	-258	-386	-545
% 销售收入	14.3%	14.8%	11.8%	12.8%	14.1%	14.7%
息税前利润 (EBIT)	483	590	755	1,016	1,345	1,725
% 销售收入	45.5%	47.4%	49.8%	50.4%	49.1%	46.5%
财务费用	7	13	15	44	32	42
% 销售收入	-0.7%	-1.0%	-1.0%	-2.2%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	-14	-20	-15	-5	-5	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	8	18	15	15	15
% 税前利润	0.9%	1.3%	2.3%	1.4%	1.1%	0.8%
营业利润	480	591	772	1,069	1,388	1,767
营业利润率	45.2%	47.4%	50.9%	53.1%	50.6%	47.6%
营业外收支	3	3	7	10	12	10
税前利润	483	594	780	1,079	1,400	1,777
利润率	45.4%	47.6%	51.4%	53.6%	51.1%	47.9%
所得税	-81	-116	-137	-180	-231	-267
所得税率	16.7%	19.5%	17.5%	16.7%	16.5%	15.0%
净利润	402	478	643	899	1,169	1,511
少数股东损益	-2	-2	-2	-5	-7	-18
归属于母公司的净利润	404	480	645	904	1,176	1,529
净利率	38.0%	38.5%	42.5%	44.9%	42.9%	41.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	402	478	643	899	1,169	1,511
少数股东损益	0	0	0	-5	-7	-18
非现金支出	62	92	74	75	89	111
非经营收益	-14	-12	-24	-19	-5	-3
营运资金变动	135	-63	63	192	-475	-114
经营活动现金净流	585	494	756	1,141	771	1,488
资本开支	207	262	134	81	168	80
投资	0	-100	-50	0	0	0
其他	9	20	-199	15	15	15
投资活动现金净流	-197	-342	-383	-66	-153	-65
股权募资	0	0	1,226	1,248	0	0
债权募资	-130	0	0	450	0	0
其他	-21	-71	-228	-9	-23	-23
筹资活动现金净流	-151	-71	998	1,689	-23	-23
现金净流量	237	82	1,371	2,764	596	1,401

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	948	1,030	2,401	5,170	5,772	7,191
应收款项	183	262	290	271	375	508
存货	217	222	229	309	417	561
其他流动资产	20	29	301	412	438	474
流动资产	1,368	1,543	3,220	6,162	7,003	8,734
% 总资产	65.2%	60.1%	75.1%	85.0%	85.5%	88.1%
长期投资	59	155	206	206	206	206
固定资产	578	718	606	666	761	764
% 总资产	27.5%	28.0%	14.1%	9.2%	9.3%	7.7%
无形资产	68	103	278	239	239	229
非流动资产	730	1,008	1,127	1,148	1,244	1,237
% 总资产	34.8%	39.3%	26.3%	15.8%	15.2%	12.5%
资产总计	2,098	2,567	4,289	7,251	8,188	9,913
短期借款	1	1	1	1	1	1
应付款项	255	242	309	693	475	633
其他流动负债	178	193	193	170	151	192
流动负债	433	435	503	863	626	825
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	451	451	451
负债	434	436	504	1,319	1,087	1,301
普通股股东权益	1,697	2,131	3,782	5,934	7,110	8,638
少数股东权益	-2	0	3	-2	-9	-27
负债股东权益合计	1,712	2,567	4,289	7,251	8,188	9,913

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.414	0.837	1.051	1.384	1.799	2.339
每股净资产 (元)	5.937	3.720	6.168	9.081	10.880	13.219
每股经营现金净流 (元)	2.047	0.863	1.233	1.754	1.191	2.304
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	23.82%	22.51%	17.04%	15.24%	16.54%	17.70%
总资产收益率	18.99%	18.69%	15.03%	12.48%	14.38%	15.46%
投入资本收益率	58.35%	50.17%	52.75%	83.98%	71.40%	88.03%
增长率						
营业总收入增长率	58.32%	17.27%	21.70%	32.83%	35.98%	35.40%
EBIT增长率	100.25%	22.19%	27.86%	34.54%	32.47%	28.23%
净利润增长率	61.16%	18.65%	34.36%	40.30%	30.00%	30.03%
总资产增长率	26.90%	20.55%	67.09%	68.13%	12.82%	20.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.0	61.6	61.6	39.0	40.0	40.0
存货周转天数	270.2	279.8	244.2	260.4	258.2	256.6
应付账款周转天数	198.6	232.4	205.7	135.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	108.1	116.0	94.5	72.6	57.7	43.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.93%	-48.32%	-63.41%	-79.56%	-74.95%	-78.27%
EBIT利息保障倍数	-66.1	-46.7	-51.5	-23.3	-41.8	-40.8
资产负债率	20.40%	16.99%	11.74%	18.14%	13.17%	12.91%

来源: wind, 中泰证券研究所

合理价格区间：48.3 元

- 相对估值：48.3 元。我们参考其他兽药企业估值（2017 年 17-72XPE，均值 39 倍）、目前行业景气度和公司在行业中所处地位与展望，给予公司 2017 年 35XPE 的估值水平，据此得出的相对估值为 48.3 元。

图表 32：动物保健行业 PE

代码	名称	子行业	股价	股本	市值	净利润 (亿元)			EPS (元)			PE		
			(元)	(亿股)	(亿元)	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
300119.sz	瑞普生物	动物保健 II	14.31	4.04	57.88	1.33	1.80	2.50	0.33	0.45	0.62	43.52	32.16	23.15
603718.sh	海利生物	动物保健 II	13.73	6.44	88.42	0.85	1.22	2.12	0.13	0.19	0.33	104.02	72.48	41.71
600195.sh	中牧股份	动物保健 II	18.89	4.30	81.19	3.34	4.12	5.63	0.78	0.96	1.31	24.31	19.71	14.42
603566.sh	普莱柯	动物保健 II	23.56	3.24	76.27	1.89	2.46	3.59	0.58	0.76	1.11	40.36	31.01	21.25
002100.sz	天康生物	动物保健 II	8.12	9.63	78.23	3.93	4.40	5.40	0.39	0.46	0.56	21.09	17.78	14.49
均值												53.05	38.84	25.13

来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- 新型畜禽疫病公司现有产品无法应对导致销售下滑的风险；
- 市场导向的兽药销售开拓竞争激烈导致市场占有率未达目标的风险；
- 行业内产品技术突破速度快，公司丧失现有产品技术优势的风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		