

申联生物： 兽用合成肽疫苗领军企业

申联生物：猪口蹄疫合成肽疫苗领军企业

公司于 2001 年成立，是一家专业从事兽用生物制品研发、生产、销售的高新技术企业，主要产品为猪口蹄疫疫苗，同时也是国内第一家口蹄疫合成肽疫苗生产企业。

2017 年，公司在国内猪用生物制品行业市场占有率排名第三；2016-2017 年，公司在国内口蹄疫合成肽疫苗市场占有率均保持第一，其中 2017 年公司在国内口蹄疫合成肽疫苗市场占有率 62%；2016-2017 年，公司产品猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 2600+2700+2800）在全国 14 个猪口蹄疫疫苗产品中单品销售额排名第一。

本次拟发行不超过 5000 万股，募集 4.5 亿元，募集资金投资项目围绕口蹄疫灭活疫苗。

相关上市公司分析

①上市公司持股情况：无上市公司持股。②主要客户：为各地动物疫病预防控制中心，与上市公司无直接业务往来。③对标可比公司：中牧股份、生物股份、瑞普生物、普莱柯、海利生物。

实际控制人股权相对集中，公司业绩稳健增长

聂东升、杨玉芳、杨从州、王东亮、申太联投资为一致行动人，合计持有 46.64% 股份，是公司的实际控制人。公司持续加大研发创新力度，根据口蹄疫疫情变化情况，对产品进行不断升级换代。2018 年，公司实现营收 2.75 亿元，归母净利润 8758 万元。

口蹄疫疫苗市场空间广阔，生猪产能恢复推动疫苗需求增长

畜牧业规模化、集约化进程加快，重视动物疫病防治推动我国兽药行业快速发展。2017 年我国口蹄疫疫苗市场规模约 41 亿元，未来仍将持续扩容：1) 短期：生猪存栏下滑，政府鼓励复产、高猪价预期推动生猪产能逐步恢复从而推动疫苗需求恢复；2) 长期：生猪养殖规模化水平提高将促进猪口蹄疫疫苗市场规模扩容。

风险提示

产品研发失败；产品结构相对单一；生猪养殖业波动导致业绩波动；产品质量不达标；市场竞争加剧；动物免疫政策变动；产品价格波动；环保风险。

医药生物

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

15801668372

执业证书编号：S1440517050001

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2019 年 04 月 09 日

市场表现



相关研究报告

相关上市公司梳理

上市公司持股情况：无；

相关上市公司：无，公司主要客户为各地动物疫病预防控制中心，与可比上市公司无直接业务往来；

可比上市公司：与兽用生物制品行业其他公司相比，申联生物营收和利润规模位于下游水平，近年来营收和利润维持稳健增长；公司整体毛利率位于行业领先水平，净利率位于行业中上水平，公司产品在市场上具有较好的竞争力。公司 2018 年研发投入处于行业上游水平，研发投入较大，在研项目丰富。总体来看，申联生物在兽用生物制品领域具有较强的竞争力和良好的发展前景。

图表1：行业可比公司主要财务指标

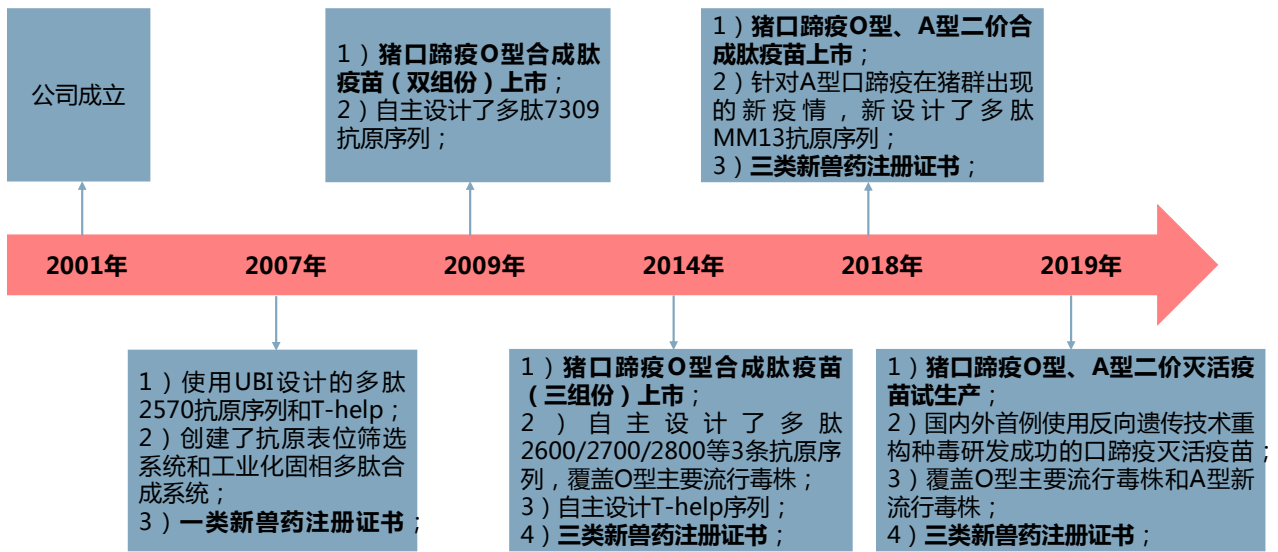
股票代码	公司名称	总资产	净资产	营业收入	营收增速	净利润	净利润增速	毛利率	净利率	研发费用率	参考市值
600195.SH	中牧股份	62.83	39.54	40.7	2.41%	4.26	19.57%	52.01%	10.47%	2.84%	80.75
600201.SH	生物股份	56.84	44.78	19.01	25.31%	8.68	34.99%	80.33%	45.66%	3.77%	207.35
300119.SZ	瑞普生物	29.24	21.76	10.47	7.99%	1.25	-21.00%	55.98%	11.94%	8.14%	55.98
603566.SH	普莱柯	18.05	15.69	5.3	-9.12%	1.14	-39.26%	69.11%	21.51%	11.55%	47.88
603718.SH	海利生物	16.02	10.75	3.04	-11.56%	0.95	32.97%	77.32%	31.25%	6.64%	84.94
A19001.SH	科前生物	9.32	6.73	6.33	62.10%	3.2	72.06%	84.47%	50.55%	8.44%	-
A19058.SH	申联生物	10.13	8.32	2.75	-8.92%	0.88	-11.25%	80.17%	32.00%	7.74%	-

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

申联生物：猪口蹄疫合成肽疫苗领军企业

申联生物是国内专注于研发和销售兽用生物制品的领军企业。公司于 2001 年成立，是一家专业从事兽用生物制品研发、生产、销售的高新技术企业，主要产品为猪口蹄疫疫苗，同时也是国内第一家口蹄疫合成肽疫苗生产企业。公司的研发队伍由行业经验丰富、跨领域、多学科的技术专家和海归博士组成，研发实力卓著，目前已获得国家专利 60 项，涉及产品研发、生产工艺，设备改进，产品设计等多层面，致力打造创新型疫苗生产线。2017 年，公司在国内猪用生物制品行业市场占有率排名第三；2016-2017 年，公司在国内口蹄疫合成肽疫苗市场占有率均保持第一，其中 2017 年公司在国内口蹄疫合成肽疫苗市场占有率 62%；2016-2017 年，公司产品猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 2600+2700+2800）在全国 14 个猪口蹄疫疫苗产品中单品销售额排名第一。

图表2：申联生物历史沿革梳理

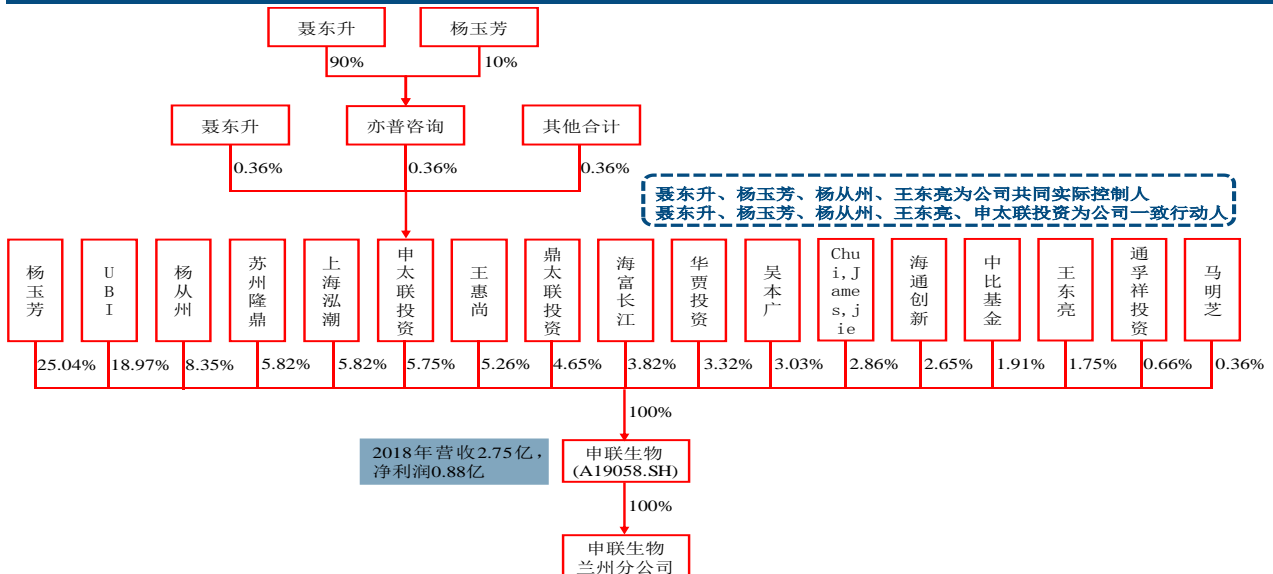


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

实际控制人股权相对集中

申联生物实际控制人为聂东升、杨玉芳、杨从州、王东亮，其中聂东升与杨玉芳为夫妻关系，杨玉芳与杨从州为姐弟关系，王东亮为杨玉芳胞姐之配偶，实际控制人合计直接和间接控制公司 40.89%的股份。聂东升、杨玉芳、杨从州、王东亮、申太联投资为一致行动人，合计持有 46.64%股份。

图表3：申联生物股权及业务结构



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

公司主营猪口蹄疫合成肽疫苗，业绩稳健增长

公司自 2007 年在国内首家成功实现口蹄疫合成肽疫苗产业化以来，持续加大研发创新力度，根据口蹄疫疫情变化情况，对产品进行不断升级换代，陆续开发出猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗、猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 2570+7309）、猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 2600+2700+2800）、猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗（多肽 2700+2800+MM13）以及猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株）。在公司持续加强研发投入的推动下，公司在研管线丰富，现阶段包括 5 款自主研发及 3 款合作研发产品。

图表4：申联生物主要产品情况梳理

产品	兽种	研制单位	兽药注册证号	注册证书类别	发证日期	市场地位
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗	猪	申联生物、中牧股份	(2004) 新兽药证书第 19 号	一类	2004.11.29	1) 2017 年，国内猪用生物制品行业市场占有率排名第三；
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 2570+7309)	猪	-	-	-	-	2) 2016-2017 年，国内口蹄疫合成肽疫苗市场占有率均保持第一；2017 年公司在国内口蹄疫合成肽疫苗市场占有率 62%；
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 2600+2700+2800)	猪	申联生物、兰研所、中农威特、永继生物	(2014) 新兽药证字 24 号	三类	2014.6.16	3) 2016-2017 年，猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 2600+2700+2800）在全国 14 个猪口蹄疫疫苗产品中单品销售额排名第一；
猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株)	猪	申联生物、兰研所、中农威特、金字保灵	(2017) 新兽药证字 56 号	一类	2017.12.11	
猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗 (多肽 2700+2800+MM13)	猪	申联生物、兰研所、中农威特	(2018) 新兽药证字 71 号	三类	2018.12.10	
禽流感病毒 H7 亚型荧光 RT-PCR 检测试剂盒	-	申联生物、森康生物、中国疾控中心	(2019) 新兽药证字 5 号	三类	2019.1.22	

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表5：公司在研管线产品梳理

项目类别	项目名称	兽种	项目阶段	合作单位
自主研发	牛口蹄疫病毒 O 型、A 型二价合成肽疫苗 (Ind01+WH09)	牛	实验室研究	-
自主研发	猪圆环病毒 2 型类病毒颗粒疫苗	猪	实验室研究	-
自主研发	猪口蹄疫 O 型、A 型二价类病毒颗粒疫苗	猪	实验室研究	-
自主研发	猪圆环病毒 2 型、3 型二价合成肽疫苗	猪	实验室研究	-
自主研发	猪圆环病毒 ELISA 抗体检测试剂盒	猪	实验室研究	-
合作研发	猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒亚单位疫苗 (OKM 株)	猪	临床试验	南农高科、南京农大
合作研发	猪细小病毒病灭活疫苗新兽药研制项目	猪	临床试验	河南农业大学、杭州佑本动物疫苗有限公司
合作研发	口蹄疫病毒 A 型 ELISA 抗体检测试剂盒	-	实验室研究	郑州中道生物技术有限公司

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

截至 2019 年 4 月 8 日，我国共上市 16 种猪口蹄疫疫苗，涉及 8 家生产企业 27 个生产批文，其中 7 个批文为合成肽疫苗，20 个为灭活疫苗。合成肽疫苗具有免疫持续期更久、稳定性强、无灭活剂、不良反应更少、生物安全隐患更少等特点，相比传统灭活疫苗优势明显。公司是目前国内合成肽疫苗领军企业，并率先与 2018 年底获批二价三组分猪口蹄疫合成肽疫苗，产品竞争优势明显。

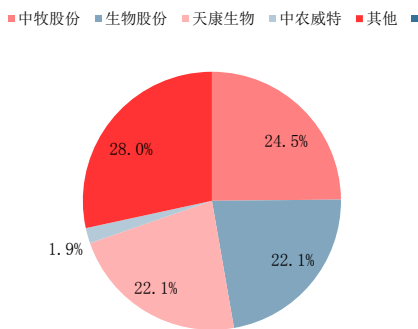
图表6： 我国猪口蹄疫疫苗产品梳理

通用名	商品名	企业名称	规格	批准文号	批准日期
猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗 (多肽 2700+2800+MM13)	泰祥联	申联生物	50ml/瓶;100ml/瓶	兽药生字 090297545	2018-12-25
猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-III 株)	天蹄清	天康生物	20ml/瓶;50ml/瓶;100ml/瓶	兽药生字 310017544	2019-02-11
猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株)	生物股份		20ml/瓶;50ml/瓶;100ml/瓶;250ml/瓶	兽药生字 050157542	2018-07-05
	中农威特		20ml/瓶;50ml/瓶;100ml/瓶;250ml/瓶	兽药生字 280027542	2018-02-23
猪口蹄疫 O 型病毒 3A3B 表位缺失灭活疫苗 (O/rV-1 株)	欧标	中牧股份	20ml/瓶;50ml/瓶;100ml/瓶	兽药生字 280017535	2017-12-28
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 0405+0457)	中牧股份		20ml/瓶;50ml/瓶;100ml/瓶	兽药生字 280017534	2017-12-06
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 2570+7309)	天康生物		50ml/瓶, 100ml/瓶	兽药生字 (2015) 310017056	2015-07-02
	中牧股份		50ml/瓶, 100ml/瓶	兽药生字 (2015) 280017056	2015-02-03
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 2600+2700+2800)	申联生物		50ml/瓶 ; 100ml/瓶	兽药生字 (2014) 090297522	2014-07-10
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 98+93)	中牧股份		50ml/瓶 ; 100ml/瓶	兽药生字 (2014) 280017521	2014-07-21
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 TC98+7309+TC07)	无	天康生物	50ml/瓶;100ml/瓶	兽药生字 310017532	2017-02-13
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/MYA98/BY/2010 株)	中农威特		20ml/瓶; 50ml/瓶; 100ml/瓶	兽药生字 (2016) 280027527	2016-02-17
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)	必威安泰		20ml/瓶;50ml/瓶;100ml/瓶	兽药生字 050211093	2019-02-11
	中普生物		20ml/瓶;50ml/瓶;100ml/瓶	兽药生字 250041093	2018-11-22
	中普生物		20ml/瓶;50ml/瓶;100ml/瓶	兽药生字 (2014) 250041092	2018-11-22
	保蹄灵	生物股份	20ml/瓶;50ml/瓶;100ml/瓶	兽药生字 050151093	2018-11-01
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)	无	海利生物	20ml/瓶; 50ml/瓶; 100ml/瓶	兽药生字 270481093	2017-04-25
	无	中牧股份	20ml/瓶; 50ml/瓶; 100ml/瓶	兽药生字 250041093	2016-10-31
	中牧股份		20ml/瓶; 50ml/瓶; 100ml/瓶	兽药生字 (2014) 280011093	2014-11-24
	天康生物		20ml/瓶; 50ml/瓶; 100ml/瓶	兽药生字 (2014) 310011093	2014-11-24
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OS/99 株)	中牧股份		20ml/瓶、 50ml/瓶、 100ml/瓶	兽药生字 (2015) 280017044	2015-06-01
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OZK/93 株+OR/80 株)	必威安泰		20ml/瓶; 50ml/瓶; 100ml/瓶	兽药生字 (2016) 050217510	2016-03-15
	生物股份		20ml/瓶; 50ml/瓶; 100ml/瓶	兽药生字 (2016) 050157058	2016-03-15
	中普生物		20ml/瓶;50ml/瓶;100ml/瓶	兽药生字 (2014) 250047055	2018-11-22
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OZK/93 株+OS/99 株)	中牧股份		20ml/瓶; 50ml/瓶; 100ml/瓶	兽药生字 (2014) 250047055	2014-08-18
	中牧股份		20ml/瓶; 50ml/瓶; 100ml/瓶	兽药生字 (2014) 280017055	2014-04-29
猪口蹄疫灭活疫苗 (O 型)	中牧股份		20ml/瓶; 50ml/瓶; 100ml/瓶	兽药生字 (2015) 280017004	2015-07-13

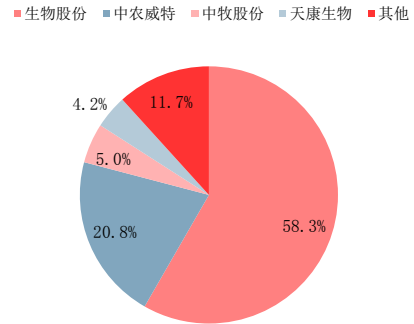
资料来源：国家兽药基础数据库，中信建投证券研究发展部

国家强制免疫疫苗，政府招采为主要销售模式。猪口蹄疫具有急性、热性、高度接触性的特点，为我国一类动物传染病，国家对口蹄疫实行强制免疫政策，因此公司产品为国家强制免疫用疫苗。国家强制免疫用疫苗主要采取政府招标采购模式，因此公司疫苗产品的销售方式为以政府招标采购为主，以向终端养殖户直接销售为辅。口蹄疫疫苗生产企业竞争格局来看（含牛、羊口蹄疫疫苗），在政府招采市场上，中牧股份以 24.5% 市场份额占据第一名；在市场苗上，生物股份以 58.3% 市场份额占据第一名。

图表7： 2016 年口蹄疫疫苗生产企业招采市场竞争格局



图表8： 2016 年口蹄疫疫苗生产企业市场苗竞争格局

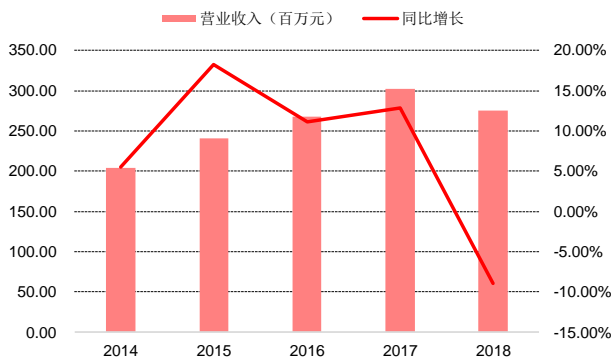


资料来源：中国产业信息网，中信建投证券研究发展部

资料来源：中国产业信息网，中信建投证券研究发展部

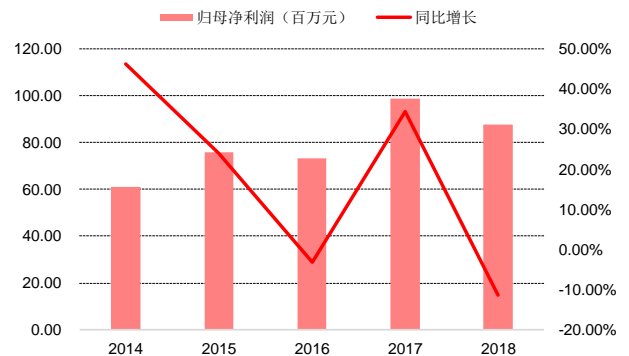
公司针对我国猪口蹄疫疫情流行趋势不断对产品进行研发升级，疫苗产品效力较好，质量稳定，在全国范围内享有较高的知名度，已先后在全国 30 个省、市、自治区中标，公司现有产品猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗受到各地动物疫病主管部门的广泛认可。2016-2018 年，公司主要通过招投标方式向政府部门进行销售口蹄疫疫苗，政府采购占比分别为 98.71%、94.62% 和 94.80%；向猪场进行直接销售占比分别为 1.29%、5.38% 和 5.20%。2018 年，公司实现营收 2.75 亿元，归母净利润 8758 万元。2016-2018 年，公司营收稳健增长（2018 年小幅下滑主要由于 18H2 爆发“非洲猪瘟”，导致养殖户补栏意愿下降，生猪存栏量减少，从而减少对猪用疫苗的使用），收入全部来自猪口蹄疫疫苗，成为公司营收增长的主要动力。公司研发费用率逐年提升，从 2016 年的 6.26% 提升至 2018 年的 7.74%。

图表9： 申联生物近年收入及增速

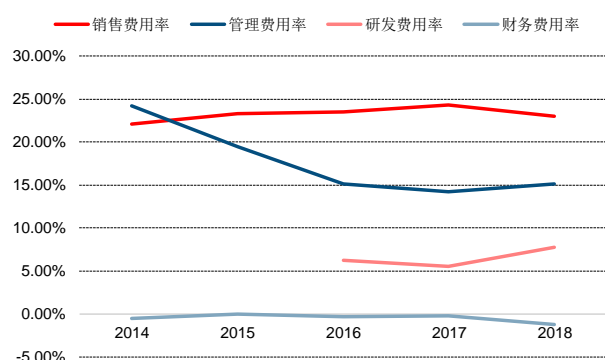


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

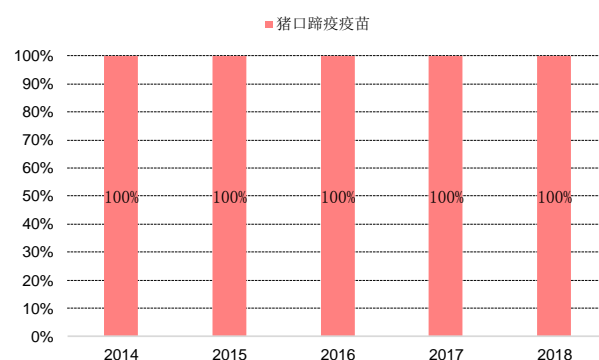
图表10： 申联生物近年归母净利润及增速



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表11： 申联生物近年期间费用率


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表12： 申联生物近年收入构成


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表13： 申联生物主要财务指标列示

单位: 百万元	2016	2017	2018
营业收入	267.71	302.08	275.14
营收增长率 (%)	11.12	12.84	-8.92
归母净利润	73.47	98.68	87.58
归母净利润增长率 (%)	-3.13	34.31	-11.25
扣非归母净利润	70.67	90.09	82.20
扣非归母净利润增长率 (%)	-4.39	27.48	-8.76
毛利率 (%)	78.19	79.97	0.00
净利率 (%)	27.45	32.67	31.83
销售费用率 (%)	23.50	24.32	23.05
管理费用率 (%)	21.36	19.77	15.08
财务费用率 (%)	-0.39	-0.25	-1.22
研发费用率 (%)	6.26	5.51	7.74
期间费用率 (%)	50.72	49.36	44.65
资产负债率	23.42	20.65	17.88
应收账款周转天数	46.27	72.73	85.61
存货周转天数	285.83	294.84	344.66

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

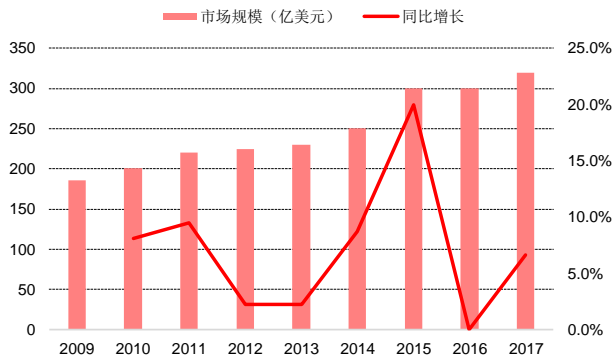
口蹄疫疫苗市场空间广阔，生猪产能恢复推动疫苗需求增长

人口及其对食物需求增长驱动全球兽药行业稳步增长。兽药行业在 20 世纪中期兴起并快速发展，兽药特别是兽用生物制品成为保障动物健康成长不可替代的必需品，在预防、治疗和控制各种动物疫病种发挥了重要作用。海外兽药市场经过多年发展已经步入稳步发展时期，近年来，在全球人口及其对食物需求的持续增长驱动下，全球兽药行业市场规模稳步增长。2009 年-2017 年，国外兽药市场销售额由 186 亿美元增长至 300 亿美元，

年均复合增长率为 7.02%。

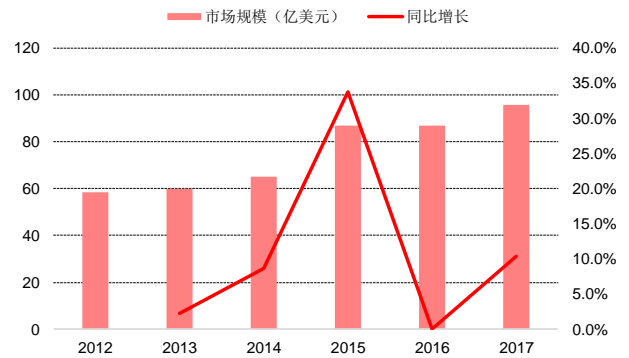
2012年-2017年,国外兽用生物制品行业销售额由 58.5 亿美元增加至 96 亿美元,年均复合增长率为 10.41%,快于兽药产品整体的增长率。对比来看,近几年全球兽用生物制品市场增长速度快于兽药行业整体增速,在预防和治疗兽类疫病理念上,兽用生物制品得到市场更广泛的认可。

图表14: 近年全球兽药市场规模



资料来源: 国际动保联盟 (IFAH), 中信建投证券研究发展部

图表15: 近年全球兽用生物制品市场规模

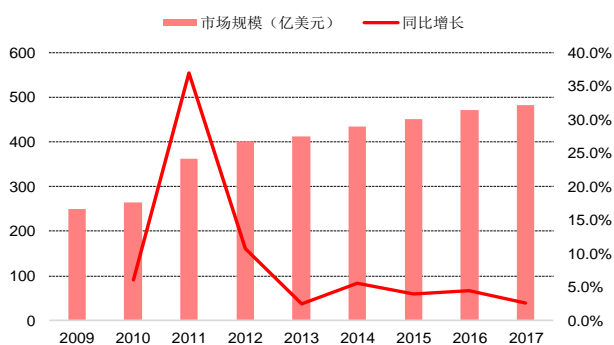


资料来源: 国际动保联盟 (IFAH), 中信建投证券研究发展部

畜牧业规模化、集约化进程加快, 重视动物疫病防治推动我国兽药行业快速发展。随着国内畜牧业规模化、集约化养殖的进程不断加快, 疫病防控风险加大, 养殖企业和养殖户对于动物疫病的防治日益重视, 从而推动了国内兽药市场的快速发展。2009年-2017年, 我国国内兽药产品销售规模由 250.57 亿元增长至 484.05 亿元, 年均复合增长率为 8.58%, 快于国外兽药市场销售额的增长速度。

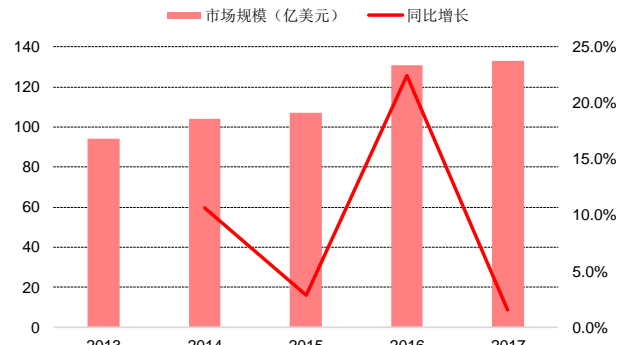
我国兽用生物制品行业发展起步较晚, 但由于我国动物疫病病种多、病原复杂、流行范围广, 并且随着畜牧业生产规模不断扩大, 养殖密度不断增加, 畜禽感染病原机会日渐增多, 兽用生物制品尤其是兽用疫苗在畜禽养殖中的重要性越发凸显。根据中国兽药协会公布的数据, 截至 2017 年底, 我国共有 94 家兽用生物制品生产企业 (另有 6 家新建企业尚未生产), 拥有 1,860 个有效的产品批准文号, 从业人员超过 20,000 人。2017 年, 全行业实现兽用生物制品销售额 133.64 亿元, 其中猪用生物制品和禽用生物制品销售额合计 97.32 亿元, 占兽用生物制品总销售额的 72.82%。

图表16: 近年我国兽药市场规模



资料来源: 兽药协会、兽药产业报告, 中信建投证券研究发展部

图表17: 近年我国兽用生物制品市场规模



资料来源: 兽药协会、兽药产业报告, 中信建投证券研究发展部

我国生猪养殖规模化程度偏低, 长期看猪口蹄疫疫苗市场规模扩容空间仍大。2017 年我国口蹄疫疫苗市场

规模约 41 亿元，以猪口蹄疫疫苗为主。我国生猪养殖规模化进程开展较晚，2008-2016 年，年出栏量低于 100 头的生猪散养户户数由 7158 万户下降约 42% 至 4163 万户，年出栏 5000 头以上的大型养殖户数由 0.61 万户增长 86% 至 1.13 万户，行业规模化程度快速提升，但目前行业集中度仍低，经测算年存栏 5000 头以上的大规模养殖场存栏占比低于 25%，相比美国 60% 的占比，规模化发展空间仍大。

生猪养殖规模化水平提高将促进猪口蹄疫疫苗市场规模扩容。一方面，规模化养殖场因养殖密度大，疫情感染损失风险高，因此防疫意识更强，生猪养殖业规模化水平的提高将促进口蹄疫疫苗渗透率的提升；另一方面，规模化养殖场对疫苗品质要求更高，将推动高品质、高价格疫苗快速增长，如 2017 年开展强制免疫“先打后补”政策试点以来，带动高价格疫苗行业快速发展。

图表18： 2008-2016 年中国生猪养殖规模场/户数

(单位: 万场/户)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
1-99 头	7158.4	6625.3	6077.2	5685.4	5362.5	5102.2	4846.1	4553.6	4163.4
100-499 头	63.4	69.0	74.2	78.2	81.7	82.7	81.0	75.9	71.9
500-999 头	10.9	12.9	14.5	15.7	16.8	17.6	17.5	17.4	16.7
1000-2999 头	4.0	4.6	5.4	5.8	6.4	6.5	6.6	6.5	6.4
3000-4999 头	0.9	1.0	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3
5000-9999 头	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
10000-49999 头	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
50000 头以上	0.007	0.010	0.012	0.016	0.019	0.020	0.023	0.026	0.031
总计	7238.2	6713.7	6173.5	5787.4	5468.9	5211.6	4953.9	4655.9	4260.9

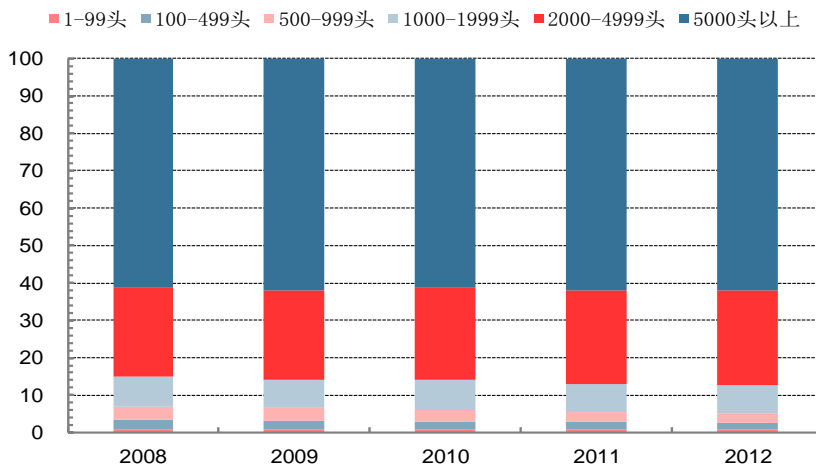
资料来源: 中国畜牧兽医年鉴 中信建投证券研究发展部

图表19： 2008-2012 年美国生猪养殖规模场/户数

(单位: 场/户)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
1-99 头	50,680	50,400	49,000	49,400	48,700
100-499 头	6,740	6,100	5,200	5,100	5,000
500-999 头	3,490	3,200	2,800	2,400	2,300
1000-1999 头	3,950	3,550	3,650	3,400	3,300
2000-4999 头	5,370	5,250	5,350	5,500	5,700
5000 头以上	2,920	2,950	3,100	3,300	3,300
总计	73,150	71,450	69,100	69,100	68,300

资料来源: USDA 美国国际贸易委员会 中信建投证券研究发展部

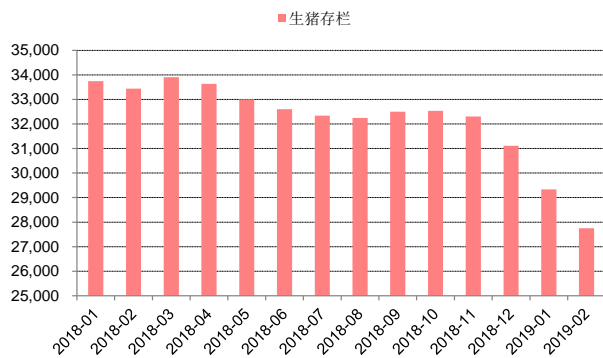
图表20： 2008-2012 美国生猪存栏结构占比（按农户规模划分）



资料来源：USDA 美国国际贸易委员会 中信建投证券研究发展部

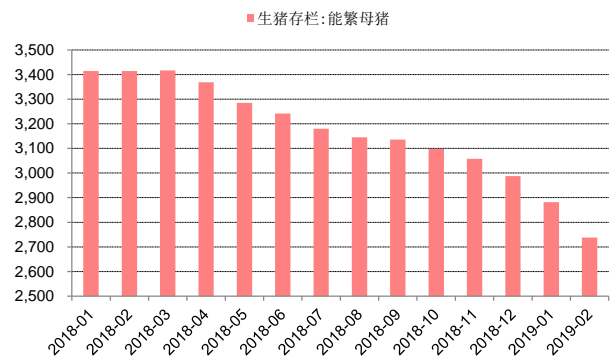
短期生猪存栏下滑，政府鼓励复产、高猪价预期将推动生猪产能逐步恢复从而推动疫苗需求恢复。2018年8月我国发生非洲猪瘟疫情以来，疫情致死、扑杀、补栏信心低迷等因素叠加影响下，我国生猪养殖行业产能下降幅度较大。据农业农村部发布的生猪存栏数据，2019年2月末生猪存栏2.78亿头，环比下降5.4%，同比下降16.6%；能繁母猪存栏2738万头，环比下降5.0%，同比下降19.1%。生猪产能下降使得疫苗需求有所下行。

图表21： 我国生猪存栏数量（万头）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表22： 我国能繁母猪存栏数量（万头）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

生猪产能下滑的同时，农业农村部于2019年3月22日发布《关于稳定生猪生产保障市场供给的意见》，表示加快落实生猪生产发展的政策措施，支持生猪养殖场户尽快恢复生产，研究出台对种猪场、地方猪保种场和规模猪场的临时性补贴政策，稳定生猪基础产能。

生猪价格层面，2019年3月29日，全国22省生猪平均价格达到15.14元/kg，同比上涨44.3%。考虑到2018年四季度以来生猪产能下滑幅度较大，对应2019年下半年-2020年上半年生猪供给将收缩，2019年下半年生猪价格将进一步上涨，2019-2020年生猪均价有望达到20元/kg以上，后期行业高盈利水平将提振补栏信心，叠加政府政策支持复产，生猪产能有望逐步恢复。同时，生猪行情向好养殖户将加强防疫积极性，保障高产出以获取高盈利，推动疫苗需求恢复。

图表23： 国内生猪均价（元/公斤）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

募投项目：悬浮培养口蹄疫灭活疫苗项目

本次拟发行不超过 5000 万股，募集 4.5 亿元。募集资金投资项目围绕口蹄疫灭活疫苗进行，募投项目产品猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株）已取得一类新兽药注册证书，是国内外首个口蹄疫反向遗传技术疫苗。本次募投项目的建设将完善公司现有研发、生产体系和销售体系，全方位促进公司未来可持续发展。

图表24： 申联生物募投项目

序号	项目名称	总投资	拟投入募集资金
1	悬浮培养口蹄疫灭活疫苗项目	86,810.00	45,000.00
合计		86,810.00	45,000.00

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

风险分析

产品研发失败；产品结构相对单一；生猪养殖业波动导致业绩波动；产品质量不达标；市场竞争加剧；动物免疫政策变动；产品价格波动；环保风险；

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获2015年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第5名；2016年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第4名，2016年水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第3名，水晶球第2名。

研究助理

刘若飞 010-85130388 liuruofei@csc.com.cn

报告贡献人

王泽选 010-86451441 wangzexuan@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859