

2019年4月23日

**科创板医药生物系列之八：申联生物**
**医药生物**
**主要财务指标（单位：百万元）**

	2016	2017	2018
<b>营业收入</b>	268	302	275
(+/-)		12.8%	-8.9%
<b>营业利润</b>	88	114	101
(+/-)		29.2%	-11.6%
<b>归属母公司净利润</b>	73	99	88
(+/-)		34.3%	-11.2%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.20</b>	<b>0.27</b>	<b>0.24</b>

科创板已受理企业名单中，医药生物占据 20 席。截止 4 月 23 日，科创板已受理企业达 89 家，其中医药生物公司占 12 席，分别为：科前生物、安瀚科技、微芯生物、特宝生物、贝斯达、赛诺医疗、海尔生物、申联生物、美迪西、南微医学、苑东生物和热景生物。本系列我们接着介绍科创板中的医药生物企业——申联生物。申联生物的主营业务为猪口蹄疫疫苗的研发、生产及销售。

● **主营猪口蹄疫疫苗的兽用生物制品企业。**公司成立于 2001 年，是一家专业从事兽用生物制品研发、生产和销售的企业，公司主要产品为猪口蹄疫疫苗。目前，公司主营业务收入来自猪口蹄疫 0 型合成肽疫苗，2016-2017 年，该产品在全国 14 个猪口蹄疫疫苗产品中单品销售额排名第一；在国内口蹄疫合成肽疫苗市场占有率均保持第一。另外，公司于 18 年底取得猪口蹄疫 0 型、A 型二价合成肽疫苗的生产批件；新研发产品 0 型、A 型二价灭活疫苗也处于试生产阶段。公司产品种类有望得到进一步丰富。

● **兽用生物制品行业快速发展，口蹄疫疫苗市场规模扩大。**全球动物疫病的频繁爆发、各国政府支持力度不断加大、公众对动物食品卫生安全要求提高等多方因素，推动着全球兽用生物制品市场快速增长。2017 年，我国兽用生物制品市场规模达 133.64 亿元，其中猪用生物制品市场规模 52.64 亿元，占比为 39.39%。我国是口蹄疫危害较为严重的国家之一，对口蹄疫实施强制免疫。近年来，我国口蹄疫疫苗市场规模不断增长，2017 年市场规模约 41 亿元。

● **营收基本维持稳定，盈利能力尚可。**2016-2018 年间，公司销售收入基本维持在 2.7 亿元左右，2018 年公司实现营收 2.75 亿元，归母净利润 8758 万元。公司毛利率和净利率处于逐步上升趋势，2018 年销售毛利率为 80.17%，净利率为 31.83%。2018 年公司吸收投资导致净资产大幅增加，公司 2018 年 ROE 水平有所下降，为 10.53%。总体来看，公司盈利能力尚可。

● **风险提示：**生猪养殖业波动导致业绩下滑风险；生物制品安全性风险；产品结构单一风险；研发失败风险。

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

 邮箱：[duyh@cfsc.com.cn](mailto:duyh@cfsc.com.cn)

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(8621) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

## 目录

1. 公司概况.....	3
2. 公司所处行业分析.....	3
3. 公司主营业务分析.....	5
4. 公司财务状况分析.....	6
5. 可比公司估值分析.....	9
6. 公司募投项目情况.....	10
7. 风险提示.....	10

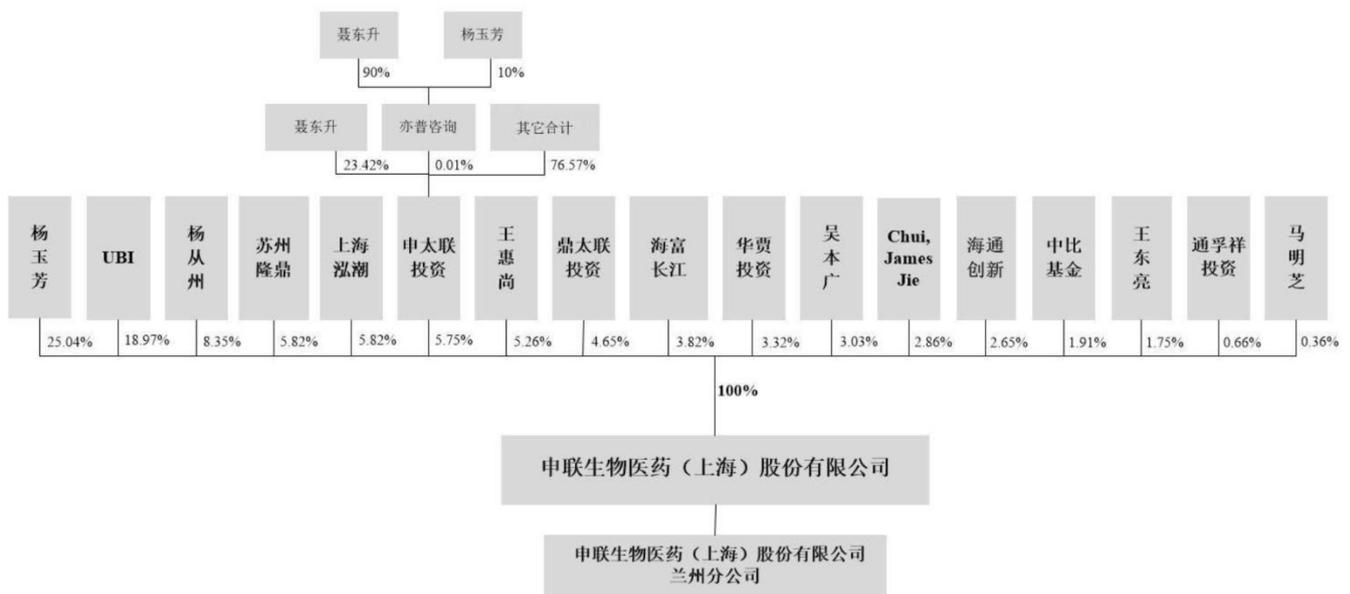
## 图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	3
图表 2: 公司重大事件.....	3
图表 3: 2010-2017 年全球兽用生物制品销售额.....	4
图表 4: 2017 年我国兽用生物制品行业销售情况.....	4
图表 5: 公司主营业务构成情况.....	5
图表 6: 公司在研项目.....	6
图表 7: 2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）.....	7
图表 8: 2016-2018 年公司盈利能力分析.....	7
图表 9: 2016-2018 年公司研发投入情况.....	8
图表 10: 2016-2018 年公司资产负债状况.....	8
图表 11: 可比公司收入情况（单位：万元）.....	9
图表 12: 可比公司估值分析.....	9
图表 13: 兽用生物制品行业估值情况.....	10
图表 14: 公司募集资金用途.....	10

## 1. 公司概况

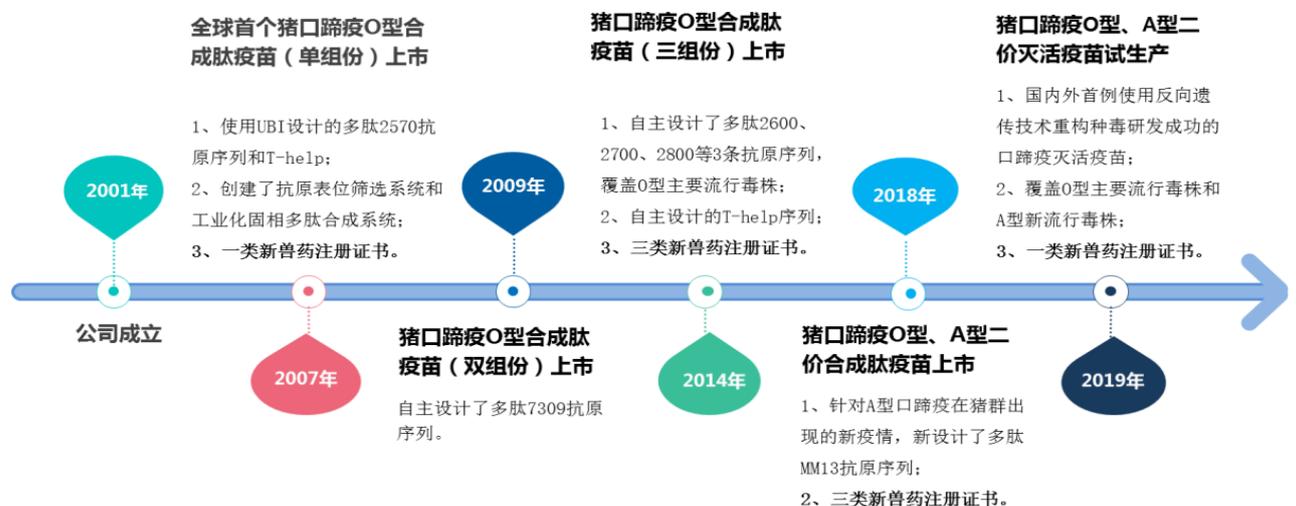
申联生物成立于 2001 年，是一家专业从事兽用生物制品研发、生产和销售的企业，公司主要产品为猪口蹄疫疫苗。自 2007 年在国内第一家成功实现口蹄疫合成肽疫苗产业化生产及销售以来，公司不断加大研发创新力度，利用核心技术陆续研发出系列口蹄疫疫苗产品。公司的控股股东及实际控制人为聂东升、杨玉芳、杨从州、王东亮，四人合计直接和间接控制公司 40.89% 的股份。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 2：公司重大事件

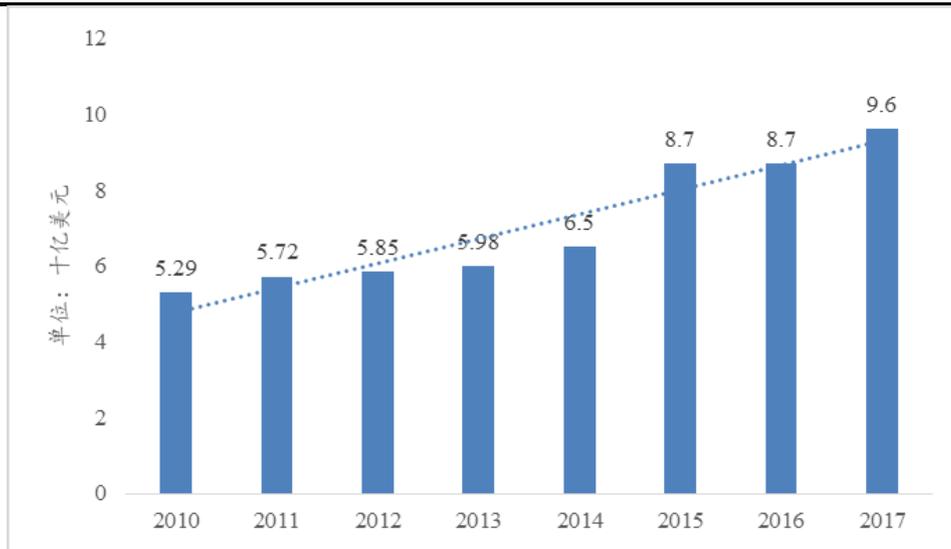


资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

## 2. 公司所处行业分析

公司所属兽用生物制品行业，细分行业为兽用疫苗——口蹄疫疫苗行业。全球动物疫病的频繁爆发、各国政府支持力度不断加大、公众对动物食品卫生安全要求提高等多方因素，推动着全球兽用生物制品市场快速增长。2010-2017 年，全球兽用生物制品销售额逐年增加，年复合增长率为 8.89%。

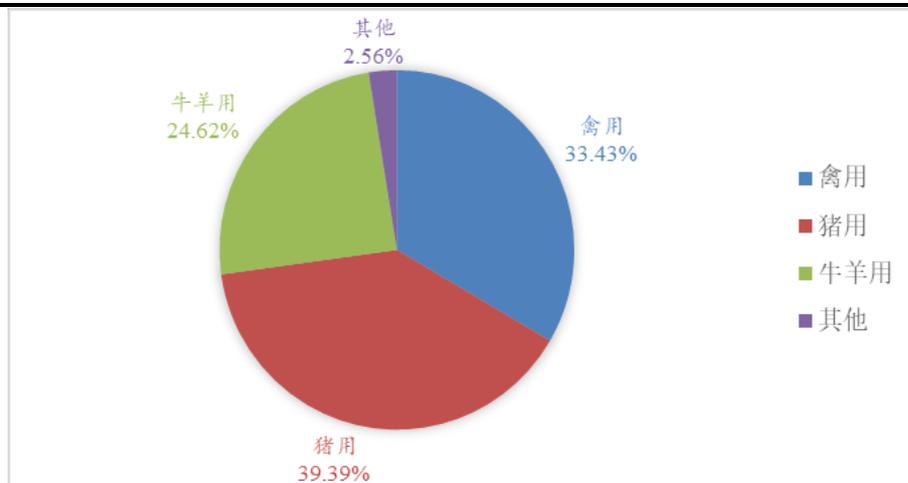
图表 3：2010-2017 年全球兽用生物制品销售额



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

2017 年，我国兽用生物制品市场规模达 133.64 亿元，占我国兽药总销售额的 28.25%；其中猪用生物制品市场规模 52.64 亿元，占生物制品总市场规模的 39.39%。2017 年，兽用生物制品中，强制免疫疫苗销售额 58.69 亿元，占总销售额的 43.92%；常规苗、诊断试剂、血清、卵黄抗体等产品销售额 74.95 亿元，占总销售额的 56.08%。

图表 4：2017 年我国兽用生物制品行业销售情况



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

口蹄疫因其传染性强、危害严重被世界动物卫生组织（OIE）列在 15 个 A 类动物疫病名单之首，我国政府也将口蹄疫列为 14 个一类动物传染病的第一位。口蹄疫危害严重，但到目前为止尚无有效的治疗方法，只能通过接种疫苗进行预防。

2013 年全球口蹄疫疫苗市场规模为 5.1 亿美元，其中亚太地区市场份额约为 70%，据 TMR(TransparencyMarket Research) 预测 2014 年至 2020 年全球口蹄疫市场复合增长率为 8.8%，至 2020 年全球口蹄疫疫苗市场规模预计可达 9.5 亿美元。

我国是口蹄疫危害较为严重的国家之一，对口蹄疫实施强制免疫。近年来，我国口蹄疫疫苗市场规模不断增加，2017 年市场规模约 41 亿元。随着我国养殖业的规模化水平逐渐提高、养殖户的防疫意识逐步加强以及政府对动物疫病的重视程度提高，我国口蹄疫疫苗市场规模将继续保持较快的发展速度。

目前我国 O 型、A 型两种口蹄疫病毒并存，国内口蹄疫疫苗市场将逐渐由过去的以口蹄疫 O 型疫苗为主转变为口蹄疫 O 型、A 型二价疫苗为主。按疫苗产品类型划分，市场上的口蹄疫疫苗主要分为灭活疫苗和合成肽疫苗两大类。

### 3. 公司主营业务分析

公司产品主要集中于猪口蹄疫疫苗领域。目前，公司主营业务收入的来源为猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 2600+2700+2800）的销售。2016 年度至 2018 年度，公司猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗（多肽 2600+2700+2800）平均价格稳中有升。

图表 5：公司主营业务构成情况

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	27,506.36	100.00%	30,194.13	100.00%	26,770.54	100.00%
其中：口蹄疫疫苗	27,506.36	100.00%	30,194.13	100.00%	26,770.54	100.00%
合计	27,506.36	100.00%	30,194.13	100.00%	26,770.54	100.00%

单位：元/头份

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度
	价格	增幅	价格	增幅	价格
猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 2600+2700+2800)	0.97	2.48%	0.95	8.95%	0.87

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

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。目前，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。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；在国内口蹄疫合成肽疫苗市场占有率保持第一。

2018年12月，公司取得猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗（多肽 2700+2800+MM13）的产品生产批准文号。另外，公司于 2017 年成功研发出国内外首个猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（Re-0/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株），该疫苗获得国家一类新兽药注册证书，目前生产线已通过 GMP 静态验收，处于试生产阶段。

通过研发创新，公司的口蹄疫合成肽疫苗不断升级换代，产品从单组份升级为双组份、三组份，从单价发展为二价，公司产品种类不断丰富，竞争力逐步提升。未来公司将继续发挥合成肽技术平台优势，积极研发新兽药产品，目前具有牛口蹄疫病毒 O 型、A 型二价合成肽疫苗（Ind01+WH09）等在研项目。

图表 6：公司在研项目

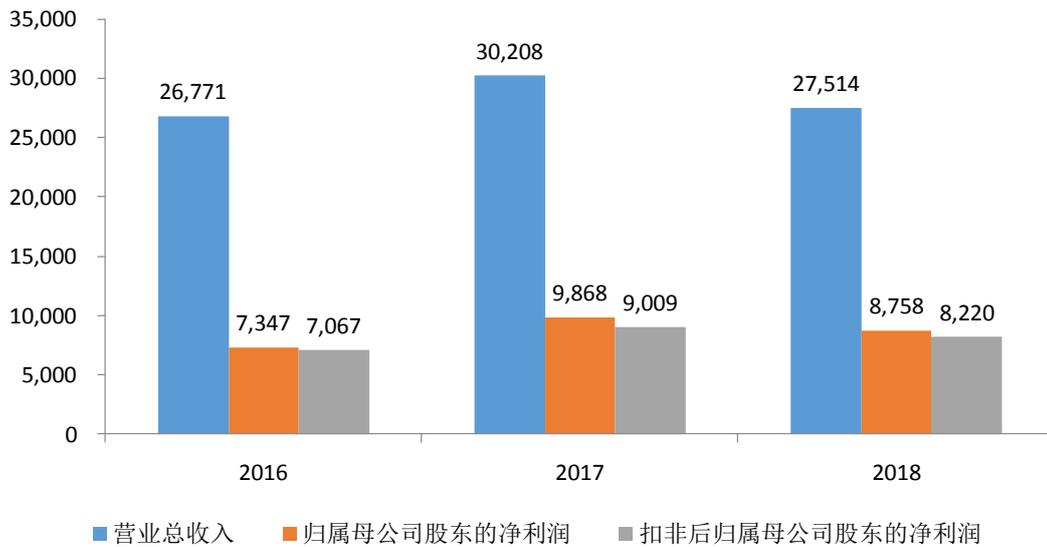
序号	新产品名称	项目阶段	拟达到的目标
1	牛口蹄疫病毒 O 型、A 型二价合成肽疫苗（Ind01+WH09）	实验室研究	取得新兽药注册证书并产业化生产
2	猪圆环病毒 2 型类病毒颗粒疫苗	实验室研究	取得新兽药注册证书并产业化生产
3	猪口蹄疫 O 型、A 型二价类病毒颗粒疫苗	实验室研究	取得新兽药注册证书并产业化生产
4	猪圆环病毒 2 型、3 型二价合成肽疫苗	实验室研究	取得新兽药注册证书并产业化生产
5	猪圆环病毒 ELISA 抗体检测试剂盒	实验室研究	取得新兽药注册证书并产业化生产

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

## 4. 公司财务状况分析

近三年公司收入和利润略有波动，2017 年公司销售收入增长 12.79%，主要因为 2017 年公司平均销售价格与销售数量均上升。2018 年公司实现营收 2.75 亿元，同比下降 8.90%；实现归母净利润 8758 万元，扣非后归母净利润 8220 亿元。

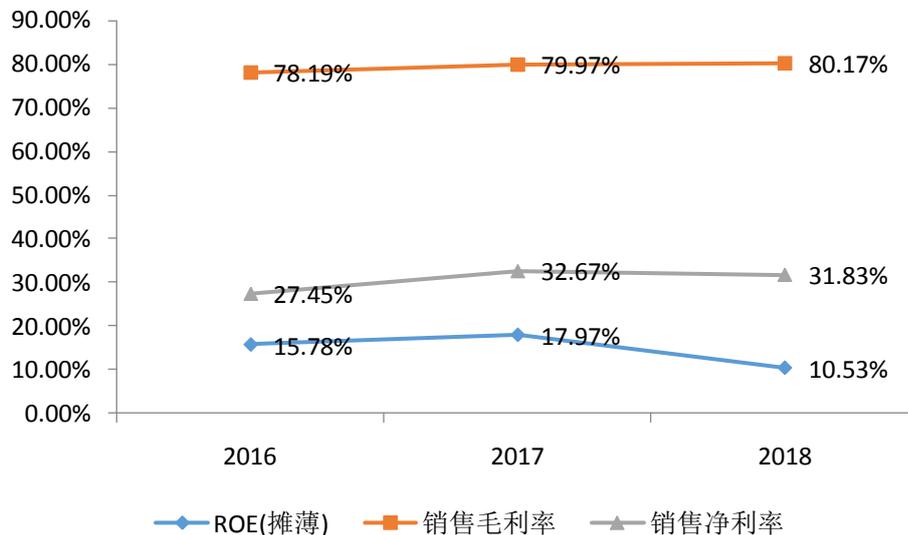
图表 7：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

近三年，公司产品的销售毛利率不断提高，2018 年达 80.17%，处于较高水平。销售净利率也处于上升趋势，2018 年销售净利率达到 31.83%。由于 2018 年公司股东权益增幅较大，导致公司 2018 年的 ROE 水平同比下降，为 10.53%。

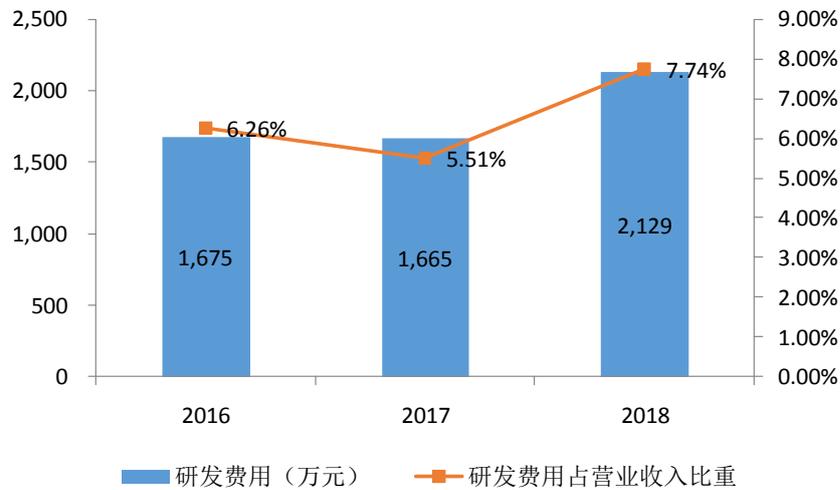
图表 8：2016-2018 年公司盈利能力分析



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

近三年，公司研发投入略有增长，2018 年研发费用为 2129 万元，占营业收入比重为 7.74%，处于行业平均水平。

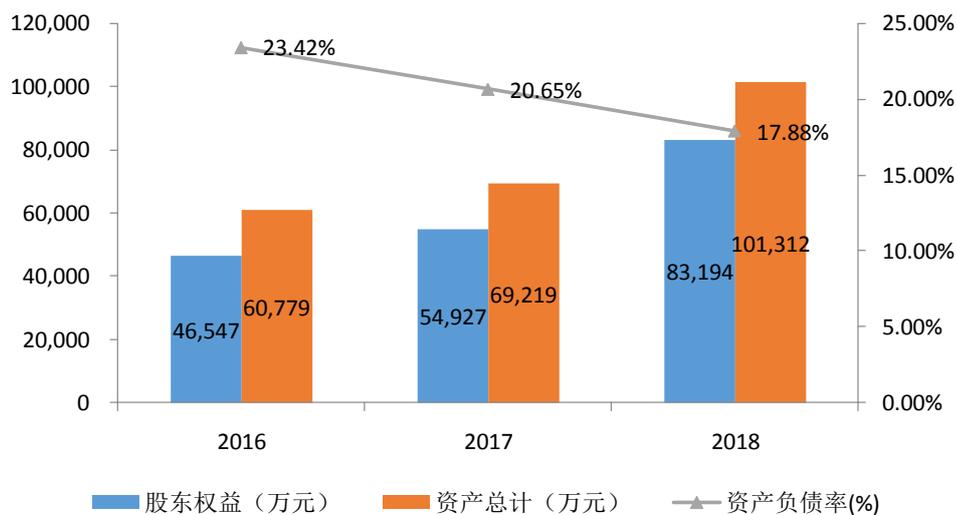
图表 9：2016-2018 年公司研发投入情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

2018 年公司吸收投资收到现金 2.05 亿元，公司总资产同比增加 51.46%，达到 10.13 亿元；股东权益也同比增长 46.36%，达到 8.32 亿元。近三年公司资产负债率逐年递减，2018 年资产负债率为 17.88%。

图表 10：2016-2018 年公司资产负债状况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

## 5. 可比公司估值分析

国内目前生产口蹄疫疫苗的企业有 8 家，分别是申联生物、生物股份、中牧股份、天康生物、中农威特、必威安泰、海利生物、中普生物，其中申联生物、中牧股份、天康生物和中农威特 4 家企业具备口蹄疫合成肽疫苗生产能力。部分可比公司收入和毛利水平入下图所示。

公司所处兽用生物制品行业，同行业主要上市公司有生物股份、中牧股份、天康生物和海利生物等。相比较而言，公司的收入规模较小，毛利水平较高。从估值角度来看，当前兽用生物制品行业整体估值水平在 27 倍左右，处于历史较低水平；扣除海利生物，其他几家可比公司的平均估值水平在 23 倍左右，处于相对合理水平。

图表 11：可比公司收入情况（单位：万元）

公司名称	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
生物股份	-	-	185,519.22	80.33%	144,784.39	78.29%
中牧股份	-	-	117,373.30	52.01%	130,362.50	54.04%
天康生物	-	-	67,617.54	66.20%	75,174.31	57.56%
海利生物	-	-	30,308.84	77.32%	34,333.87	75.53%
平均	-	-	100,204.73	68.94%	96,163.77	66.36%
申联生物	27,506.36	80.16%	30,194.13	79.96%	26,770.54	78.19%

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 12：可比公司估值分析

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
600201	生物股份	16.08	186	0.75	1.02	1.26	21.5	15.8	12.7
600195	中牧股份	13.25	80	0.79	0.87	1.05	16.8	15.2	12.6
002100	天康生物	11.34	109	0.36	0.56	0.94	31.6	20.1	12.1
	平均值						23.3	17.1	

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（剔除海利生物，数据日期为 2019 年 4 月 23 日）

图表 13：兽用生物制品行业估值情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

## 6. 公司募投资项目情况

公司本次拟向社会公众首次公开发行人民币普通股不超过 5000 万股，不低于发行后股本总额的 10.00%，扣除发行费用后的实际募集资金净额拟主要投资于以下项目。

图表 14：公司募集资金用途

单位：万元

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：公司公告、华鑫证券研发部

## 7. 风险提示

- 1) 生猪养殖业波动导致业绩下滑风险；
- 2) 生物制品安全性风险；
- 3) 产品结构单一风险；
- 4) 研发失败风险。

## 分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>