

证券研究报告—动态报告/公司快评
农林牧渔
畜牧业
金宇集团（600201）
重大事件快评
买入

（维持评级）

2015 年 09 月 07 日

较增发价折价 30%，具有较大边际，重磅新品即将落地，看好长期空间

证券分析师： 刘鹏

021-60933167

liupeng7@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514050003

国信观点：

好行业：随着养殖规模化推进拉动市场对高质量市场苗的需求，产品升级改造扩大供给，市场化营销进一步开发市场需求，以及市场相对封闭状态为国内企业良好发展创造环境，我们判断国内动物疫苗市场存在 2 倍以上空间，增速也有望在过去十年 19.2% 的复合增速之上。

好公司：金宇集团是创新型民营企业，行业新晋龙头，生产技术水平领先国内同行 3 年时间，无疑是行业扩容最大受益者。其口蹄疫疫苗基本覆盖全部大型养殖场，正逐步向中小型养殖场渗透，且产品质量突出，市场尚无强劲竞争对手。下半年是疫情多发期，最能体现公司产品价值，且将明显受益养殖回暖；储备产品丰富，自身研发与外延并购将带来更大空间，其中 **BVD+IBR 二联苗等继口蹄疫后的又一重磅产品也即将上市**；国际化进展顺利，步伐加快，预计海外市场有望较早创收。我们认为公司有望从动物疫苗行业龙头走向动保巨头。

投资建议：不考虑外延并购、新品上市及国际市场影响，预计 15-17 年 EPS 1.78/2.25/2.83 元（由于上半年养殖低迷，市场竞争激烈，下调盈利预测，原预测 15-17 年 EPS 1.96/2.59/3.28 元）。公司产品质量突出，防疫效果强，下半年起产品线将极大丰富，推动中长期发展，且外延进展加快；国际化合作提供新的成长空间；“互联网+”为下游提供综合解决方案。目前股价对应 15/16 年 PE 分别为 25/20 倍，**较原定增发价 62.9 元/股折价 30%**，安全边际高，维持“买入”评级。

评论：

■ **主营突出：市场苗逆势保持高增长，下半年属疫情多发期，且受益于下游养殖业景气度提升，业绩有望超预期**

口蹄疫市场未来可达百亿以上，存 2 倍以上空间，公司口蹄疫不管是在产能还是质量上都领先同行企业 2-3 年，是行业扩容最大受益者。公司口蹄疫市场苗已覆盖全部大型规模化养殖场，正逐步向中小型渗透，我们判断：

- **政府苗：竞争加剧，略有下滑。**受竞争对手三价苗上市和部分企业悬浮培养改造完成影响，以及政府招标总量增幅较小，2015 年上半年同比下降约 6%。我们判断市场总体行情会好转，预计公司政府苗下半年有望保持稳定，或者正增长；
- **市场苗：逆势中仍保持高增长，下半年会更好。**2015 年上半年同比增长超 30%，在猪周期下，养殖场对成本有所控制，公司能取得这样的增速实属难得，这主要得益于公司通过提高技术服务在营销中占比，以服务带动销售。目前，公司产品基本已经覆盖全部大型规模化养殖场，正逐步向中小型养殖场渗透，而且当前市场上尚无竞争对手能推出与公司相媲美的产品获得规模化养殖户青睐。一般大型养殖场均会采购公司高质量、高价产品，以及其它公司价格较低，质量一般的产品，如果疫情稳定，养殖场会倾向于加大一般口蹄疫疫苗的使用量；如果疫情爆发，则会加大公司产品使用量。下半年属于疫情多发期，且下游养殖业开始回暖，我们判断公司口蹄疫市场苗在下半年将会实现更快的增长。

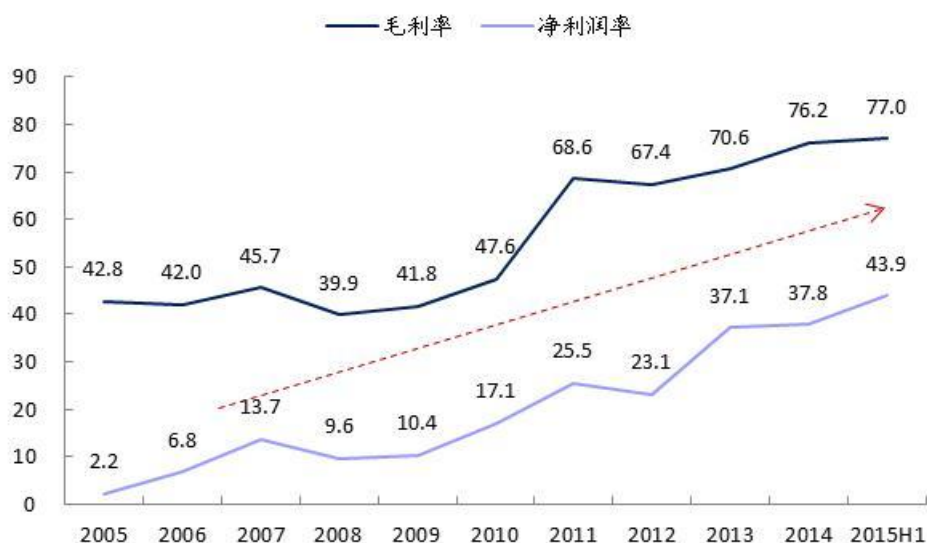
此外，公司与中检所正在合作研制猪二价苗，预计 2016 年上市，一针即可防疫 O 型、A 型两种口蹄疫，这将是继牛三

价苗后的又一重大革新。如若成功，将会更进一步占领口蹄疫疫苗市场，特别是招采苗市场。

■ 技术不断升级，盈利能力持续提高，毛利率与净利润率再创新高至 77%和 43.9%

随着公司技术升级改造，盈利能力得到持续提高。随着悬浮培养规模不断扩大，公司盈利能力不断提高，毛利率已从 2009 年的 41.8%提升至 2014 年的 76.2%（2012 年剥离房地产业务对其有所影响）。2015 年，公司在原有基础上又改进生产技术，减少血清使用量，使得原料成本进一步下降，毛利率达到 77%。我们判断，公司未来仍可从后端提纯等方面提高生产技术，可进一步提高毛利率水平。伴随毛利率的提高，公司净利润水平也是稳步提升，展现较强的盈利能力。

图 1：2005-2015H1 公司毛利率与净利润率变化（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 储备产品丰富，重磅新品即将落地

除了口蹄疫疫苗这一单品以外，公司还拥有许多储备产品，在现有强大品牌影响力下，新品推广将更加容易，还可借用现有渠道快速占领市场，未来三年内新品有望增厚业绩一倍以上。例如，猪圆环等疫苗将与口蹄疫进行捆绑打包销售，使其较早产生收入。我们认为，牛鼻气管炎+腹泻（BVD+IBR）二联苗、猪圆环苗、布鲁士菌病疫苗将成为公司未来的重磅新品。特别是 BVD+IBR 二联苗，其市场规模大概在 30 亿元左右，而国内尚无此免疫产品，这主要是因为此病毒由国外传入，研发用毒株难以获取，而公司与中检所独家合作，产品正处中试阶段，预计 2016 年下半年上市，将给公司将来巨额收益。

此外，公司拥有国家高级别生物实验室以及国内唯一的兽用生物工程实验室，实现产研一体化，可加速新品开发进程；与金陵华软设立生物产业投资基金，产业并购整合有望提速。

表 1: 金宇集团主要储备疫苗产品一览

产品	疫情概况	公司产品介绍	市场规模测算	竞争格局	预计上市时间
牛鼻气管炎+腹泻 (BVD+IBR) 二联苗	高度接触性传染病,导致腹泻、呼吸道问题、繁殖障碍等,疫情较严重	病毒从国外传入国内,公司与中检所独家合作研制,产品正处于中试阶段,未来有望成为下一个口蹄疫。	30 亿元	基本依赖进口,国内无此产品	2016H2
猪圆环苗	主要破坏生猪免疫系统,患猪生产性能降低、继发性死亡率高,疫情严重。	已拿到新药证书,由控股子公司扬州优邦与武汉中博生物联合研制的猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗 (CP08 株),采用领先的重组杆状病毒-昆虫细胞基因工程表达技术,是国内首创的基因工程亚单位疫苗,填补了国内空白。	35 亿元	勃林格进口苗占主导,价格高昂,国内尚无优质产品。	2015H2
布鲁氏菌病疫苗	人畜共患型,主要经牛羊传染,高传染性,患者表现发热、多汗、睾丸炎等症状。感染人群约 60 万,仍在扩大之中。	2013 年 6 月,由法国诗华引进,目前产品在国内各项检测试验表现优异,能起到较好免疫效果,且产品为滴眼液形式,可解决口服、注射免疫不充分问题。	10 亿左右	尚无有效免疫产品,	新产业园建成即可投产
猪蓝耳苗	主要影响猪繁殖,疫情相对稳定	金宇保灵拥有猪蓝耳灭活苗生产批文,同时又与台湾企业合作研发基因工程苗,如若试验符合预期将引入国内,届时将实现行业突破,成为又一重磅产品。	27 亿元	竞争激烈,现有产品争议大,基因工程苗是未来突破口	尚处研发中
伪狂犬疫苗	呈爆发性流行趋势,高传染性,仔猪感染死亡率 100%,种猪不育症	正在进行生产技术改造,今年可生产销售	/	/	2015 年
重组新城疫病毒灭活疫苗 (A-VII 株)	主要危害鸡,高传染性、高致死性,同时也可感染人群,引起结膜炎或淋巴腺炎。	由控股子公司优邦公司与扬州大学合作研制,采用国际领先反向遗传技术,构建致弱的新城疫基因 VII 毒株,具有良好免疫原性、产生抗体时间短、滴度高等特点。新城疫疫苗的推出意味公司已经开始向禽苗领域延伸,目前扬州优邦公司拥有 10 个禽苗产品,悬浮培养改造完成,新建禽苗生产线也投产。	/	禽苗市场化程度高,竞争较激烈。	2016 年

资料来源:公司资料,国信证券经济研究所整理

我们对公司主要新品, BVD+IBR 二联苗、布病疫苗、猪圆环疫苗对公司净利润影响进行敏感性分析,可发现未来三年内这三个新品可使公司业绩增厚一倍以上。

假设条件:

1) BVD+IBR 二联苗、猪圆环疫苗、布病疫苗如期推出市场;

2) 在产品质量尚未得到市场认可的情况下,我们对两个单品预防效果持谨慎态度,其中

➢ **猪圆环苗**: 1~3 年内销售额达到 5~10 亿元,对应市占率约为 14.3%~28.6%;

➢ **BVD+IBR 二联苗**: 2~4 年内销售额达到 10~15 亿元,对应市占率为 33.3%~50%;

➢ **布鲁氏菌病疫苗**: 2~4 年内销售额达到 3~7 亿元,对应市占率为 30%~70%;

3) 根据公司以往盈利能力,以及同业比较,我们认为公司新品主要走直销、高端路线,净利润率将在同业之上,可达到 25%~45%之间。

根据以上假设分析,我们判断公司未来三年内 3 个新品销售额将在 15 亿元以上,产品进入成熟期后,最高可达到 32 亿元。与此相对应,三年内公司净利润最少可增加 4 亿元。

表 2: 金宇集团主要新品 (BVD+IBR 二联苗、布病、猪圆环) 上市后对公司净利润影响敏感性分析

收入(亿元)	3	5	10	15	18	20	25	30	32	35	40
净利润率	0.6	1.0	2.0	3.0	3.6	4.0	5.0	6.0	6.4	7.0	8.0
20%	0.8	1.3	2.5	3.8	4.5	5.0	6.3	7.5	8.0	8.8	10.0
25%	0.9	1.5	3.0	4.5	5.4	6.0	7.5	9.0	9.6	10.5	12.0
30%	1.1	1.8	3.5	5.3	6.3	7.0	8.8	10.5	11.2	12.3	14.0
35%	1.2	2.0	4.0	6.0	7.2	8.0	10.0	12.0	12.8	14.0	16.0
40%	1.4	2.3	4.5	6.8	8.1	9.0	11.3	13.5	14.4	15.8	18.0
45%	1.5	2.5	5.0	7.5	9.0	10.0	12.5	15.0	16.0	17.5	20.0

资料来源:国信证券经济研究所整理

■ 国际化步伐加快，海外市场有望较早迎来收获

从公司现有进度来看，其国际化进展顺利，且步伐加快，超出我们预期，我们判断海外市场有望较早创收。一方面，公司在埃塞俄比亚设立合资公司，盖茨基金不仅资助公司 200 万美元用于研发工作，而且每年包销 500 万头份疫苗产品，公司也会将牛用疫苗等多个产品同步投入埃塞俄比亚市场，同时当地政府提出每年采购 900 万头份产品，预计合资公司投产后即可产生收益；另一方面，那米比亚等许多其它非洲国家已主动提出要与公司进行合作，合作事宜正处洽谈之中，公司将通过当地建厂或者封装出口的方式开展销售，我们判断这主要受益于盖茨基金合作所带来的国际品牌效应，使得公司海外市场拓展更加顺利。

有关公司现存几个问题的讨论：

■ 讨论一：公司核心竞争力之一在于其先进的生产技术水平，是否有可能被同行超越？

就目前而言，我们判断国内尚无企业能在短暂的几年时间内超过金宇集团的生产技术水平。以口蹄疫疫苗生产为例，主要涉及悬浮培养与后端纯化两个核心过程，而金宇掌握其中关键人物与关键技术，领先国内同行 3 年时间。首先，公司拥有全国最大的 6000 升悬浮培养罐，而国内同行大多去年才完成转瓶培养向悬浮培养更替，培养罐体积较小，这是因为培养罐体积变大时并不能一定保证产品质量不变，这其中饱含金宇十多年技术积累结晶；其次，后端纯化是决定疫苗产品质量的关键，公司所用设备采用欧洲一流产品，且相关技术人员给予高薪或者股权，并签订保密协议，锁定人才。

■ 讨论二：长期来看，公司能否保证自身卓越的领先优势，占领行业最高点？

我们判断公司将能够不断做大做强自己，继续引领行业发展，这是因为：

- **自身研发实力突出：**1) 公司新建国家高级别生物实验室，不仅可以成为研究一类病原微生物及其疫苗效力、安全性评价的平台，也将成为跨国流行疫病诊断试剂与疫苗研究的平台，而国内拥有同样研究资质的实验室均存在于 9 家科研院所内。相比于国内同行与科研单位合作模式，公司发现疫情后可迅速开展商业化研究，无疑不是领先一大步。2) 公司还拥有国内唯一的兽用疫苗国家工程实验室，集疫苗研发、工艺研究、GMP 标准中试为一体，可加快新品开发进程。研发人员方面，公司现有研发团队共 40 人，并将在北京建设一个研发中心，引进优秀人才，人数扩至 150 人，壮大软实力。
- **外延并购有望提速：**6 月 9 日，公司宣布将与金陵华软投资集团有限公司分别出资 2 亿、3.1 亿设立生物产业投资基金，所投标的并不局限于国内，而是面向全球，对公司渠道或者产品实现互补，进一步增强公司实力。

■ 讨论三：公司未来发展思路具体是怎样的？

市场化、国际化一直是公司所强调的发展战略，公司也正朝着这个方向努力，我们判断公司未来非常有可能成为国际化程度高的动物保健品行业巨头，理由如下：

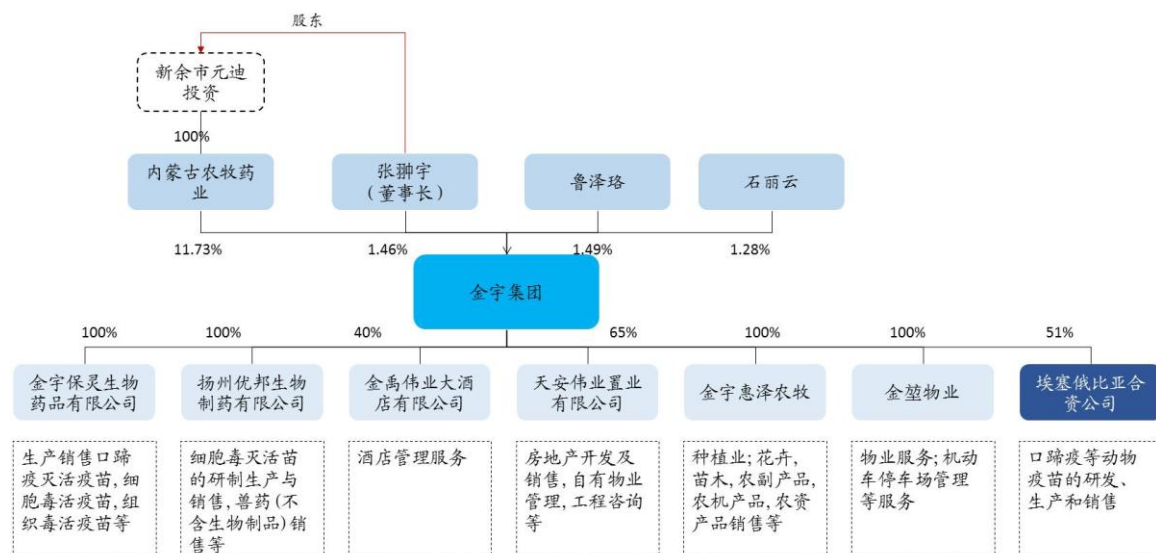
- **新建产业园采用“工业 4.0”，走制造强国之路：**公司在新建园区所投生产设备，源自世界一流产品，不仅能够将能耗、污染排放降低 1/3，而且实现自动化管理，使用较少人力投入就能获得较高产出回报，同时新园区建设标准与国际接轨，十分利于国际新品落地与对外出口；
- **加强国内外合作，多联苗是公司未来发展方向：**公司积极与哥伦比亚、英国等多国科研机构或者企业，以及世界动物卫生组织（OIE）开展合作，引进国外优质新品。同时，公司将多联苗定为自身发展方向，通过一针注射解决多种动物疾病防疫，例如哥伦比亚已经可以制出 2ml/支的 15 联苗，对 15 种病毒进行防疫，极大地方便了养殖户，这将为行业带来革命性变革。

■ 讨论四：公司股权结构较为分散，公司如何看待这个问题？

目前，公司管理层持有公司部分股权，董事长张翀宇是最大股东，未来将逐步扩大控制权。7 月 13 日，公司发布公告，

在未来 1 年内公司高管及主要经营团队增持金额将不低于 3493 万元。8 月 28 日，公司发布公告，董事长张翀宇以均价 56.9 元/股增持 60 万股股票，最高增持价甚至在 71.2 元/股（20 万股），足以体现管理层对公司未来发展的信心。此外，我们判断公司现在股权分散，股价处于较低位置，未来不排除战略投资者会进入公司。

图 2：公司股权结构及控股公司示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

附录：分析师简介

刘鹏，食品工程博士，化学工程学士。2014 年 5 月加入国信证券，现为食品饮料研究团队负责人。擅长非酒食品的深入研究。注重对行业趋势的分析和个股长期价值的判断。2014 年新财富最佳分析师食品饮料行业入围。

博士期间主研方向为食品风味分析及无损检测，在食品行业顶级期刊—欧洲食品学会会刊《Food Control》发表论文，并参与多个大型食品企业横向研发项目，对食品工艺，渠道运作等有深入了解。

2012-2014 年，在华泰和中信证券研究所分别担任分析师和高级分析师，期间，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，煌上煌，百润等股票，其中中炬高新，恒顺醋业是 2013 年的食品涨幅冠军和季军，12~15 个月内涨幅均超过 220%。百润股份是 2014 年食品行业涨幅最大股票。

2015 年主推的百润涨幅超过 235%，恒顺，中炬，煌上煌也涨幅超过 90%。是表现最好的价值型食品股。大品种白云山最大涨幅超过 50%，超过其他大品种。特定品种贤成矿业涨幅近 90%。在后来的股灾中，江中药业和青海春天在股灾中非常强势，江中在股灾中创出牛市以来新高。

研究助理刘健对本报告有贡献。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	948	1430	1950	2626
应收款项	183	208	243	281
存货净额	217	206	188	153
其他流动资产	20	23	27	31
流动资产合计	1368	1868	2408	3091
固定资产	578	611	554	497
无形资产及其他	62	60	57	55
投资性房地产	88	88	88	88
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	2098	2627	3108	3732
短期借款及交易性金融负债	0	110	80	80
应付款项	180	181	165	134
其他流动负债	253	270	289	305
流动负债合计	433	561	534	519
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34
长期负债合计	34	34	34	34
负债合计	468	595	568	554
少数股东权益	(2)	(4)	(7)	(11)
股东权益	1633	2037	2548	3189
负债和股东权益总计	2098	2627	3108	3732

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.41	1.78	2.25	2.83
每股红利	0.29	0.37	0.46	0.58
每股净资产	5.71	7.13	8.91	11.16
ROIC	27%	32%	44%	56%
ROE	25%	25%	25%	25%
毛利率	76%	79%	83%	87%
EBIT Margin	45%	49%	53%	57%
EBITDA Margin	50%	53%	57%	61%
收入增长	58%	14%	17%	16%
净利润增长率	61%	26%	26%	26%
资产负债率	22%	22%	18%	15%
息率	1%	1%	1%	1%
P/E	31.1	24.7	19.5	15.6
P/B	7.7	6.2	4.9	3.9
EV/EBITDA	24.6	20.6	16.4	13.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1063	1209	1410	1630
营业成本	253	257	243	205
营业税金及附加	8	9	14	16
销售费用	167	133	162	196
管理费用	152	220	249	288
财务费用	(7)	(27)	(38)	(54)
投资收益	4	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(14)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	480	617	780	979
营业外净收支	3	0	0	0
利润总额	483	617	780	979
所得税费用	81	111	140	176
少数股东损益	(2)	(3)	(4)	(4)
归属于母公司净利润	404	509	643	808

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	404	509	643	808
资产减值准备	8	7	(1)	(2)
折旧摊销	47	51	60	61
公允价值变动损失	14	0	0	0
财务费用	(7)	(27)	(38)	(54)
营运资本变动	186	7	(18)	(23)
其它	(10)	(9)	(2)	(2)
经营活动现金流	650	565	682	843
资本开支	(206)	(88)	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(195)	(88)	0	0
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(10)	0	0	0
支付股利、利息	(83)	(105)	(132)	(166)
其它融资现金流	(32)	110	(30)	0
融资活动现金流	(218)	5	(162)	(166)
现金净变动	237	482	520	676
货币资金的期初余额	712	948	1430	1950
货币资金的期末余额	948	1430	1950	2626
企业自由现金流	429	454	650	798
权益自由现金流	387	586	651	842

相关研究报告:

- 《金字集团-600201-穿越牛熊，逆风飞翔—买入动保巨头正当时》——2015-07-21
- 《金字集团-600201-2014 年年报点评：口蹄疫疫苗再创佳绩，期待新品上市》——2015-03-20
- 《金字集团-600201-2013 年半年报点评：市场苗快速扩张》——2013-08-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行