

生物股份 (600201.SH) 生物技术行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 29.57 元
目标价格 (人民币): 40.00-40.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	568.94
总市值(百万元)	16,938.58
年内股价最高最低(元)	39.00/21.99
沪深 300 指数	3364.49
上证指数	3104.11



市场苗标杆, 稳健成长品种

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.414	0.837	1.134	1.483	1.920
每股净资产(元)	5.71	3.61	4.45	5.53	7.05
每股经营性现金流(元)	2.05	0.86	1.20	1.65	1.77
市盈率(倍)	24.80	44.14	25.66	19.63	15.16
行业优化市盈率(倍)	75.16	127.79	106.85	106.85	106.85
净利润增长率(%)	61.16%	18.65%	35.44%	30.76%	29.43%
净资产收益率(%)	24.76%	23.19%	25.51%	26.83%	27.24%
总股本(百万股)	285.85	572.83	572.83	572.83	572.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 行业方面:** 1. 成长逻辑: 动物疫苗是农业板块最具成长性的子行业, 其市场容量未来 5 年有望扩容至 200 亿, 复合增长率有望接近 15%。而在生物股份优势品种口蹄疫方面, 目前口蹄疫市场苗近 12 亿, 有望在 2025 年之前前超过 54 亿, 成长空间广阔! 行业成长的一个主要驱动因素是规模化, 随着我国规模化养殖比例不断提高, 对疫苗的需求和品质要求都在不断提升, 质优但价高的疫苗将会受到追捧, 从价格的角度驱动行业成长。2. 周期逻辑: 向上拐点逐步显现, 随着生猪存栏量后期逐步上升, 动物疫苗需求有望迎来自上拐点, 同时高盈利有望推动渗透率进一步提升。3. 招采政策变革优化优势企业竞争生态。招采政策变化推进市场化, 疫苗选择权交还给养殖户, 渠道铺垫到位(买的到)、产品性价比高(愿意买)的品种将会迎来机会。
- 公司方面:** 1. 公司继续深挖口蹄疫市场。一方面, 口蹄疫悬浮培养和纯化技术使公司具有先发优势; 另一方面, 公司不断进行营销网络建设, 为客户提供完善的市场服务, 未来公司有望向年出栏 1 千-5 千头的猪场进行开拓, 公司口蹄疫市场苗渗透率有望进一步提升; 同时, 公司 O-A 二价苗有望在明年推出, 猪口蹄疫 A 型疫苗需求量大, 并且我国 A 型疫苗只有金宇和中农威特处于新兽药证书申请阶段, 未来 O-A 二价苗有望为公司迅速抢占市场。2. 新产品有望推出。目前, 圆环疫苗今年年初已经推出, 有望在年内为公司获得 5000 万营收, BVD-IBD、布病疫苗也有望在今明两年推出, 这三种新产品近三年有望为公司提供 5100 万、8500 万和 14200 万收入; 3. 国际化提升未来空间。公司一方面, 通过国际交流与合作, 实现生产工艺升级, 提升疫苗品质; 另一方面, 通过向发展中国家进行扩张, 在国外设厂, 将公司旧的多余产能转移出去, 将自己的产品推向国际市场, 打破国内需求瓶颈, 增强公司盈利能力。目前公司已经开始践行国际化战略, 未来有望为公司打开收入空间。

投资建议

- 景气度将迎拐点, 叠加定增获批、新品推出催化; 同时, 综合衡量可比公司估值水平和公司历史估值水平, 我们给予公司 35x16PE、27x17PE, 未来 6-12 个月的目标为 40 元, 给予“买入”评级。

风险

- 新疫苗上市时间低于预期、生猪存栏回升不及预期。

钟凯锋 分析师 SAC 执业编号: S1130513080003
(8621)60230227
zhongkf@gjzq.com.cn

李晓渊 联系人
lixiaoyuan@gjzq.com.cn

内容目录

生物股份-口蹄疫龙头企业，市场苗标杆	4
公司简介.....	4
核心业务.....	4
行业介绍	5
最具成长性的农业子板块-动保行业	5
周期向上拐点逐步显现-存栏量上升，高盈利推动渗透率提升	6
规模化养殖提升渗透率和单位疫苗量	7
招采政策助推市场化	7
公司自身看点：口蹄疫深化，新品扩充盈利方阵，国际化合作拓展空间.....	9
口蹄疫仍有继续渗透空间	9
新产品上市带来新看点.....	10
外延与国际化合作打开空间	11
设立产业基金打造技术平台	11
国际化扩张，占领国际市场	11
投资建议-给予“买入”评级.....	12
盈利预测.....	12
横纵向对，位于估值中枢下方.....	12
大股东增持、定增提供安全边际	12

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司股权结构及主要子公司	4
图表 3：公司营业收入（百万元）高速增长	5
图表 4：公司归母净利润（百万元）快速提升	5
图表 5：公司产能	5
图表 6：定增项目概览（科技产业园区项目一期工程）	5
图表 7：动物疫苗行业快速增长	6
图表 8：2015 年动物疫苗市场约 100 亿	6
图表 9：未来 5 年动物疫苗市场空间近 200 亿.....	6
图表 10：未来 5 年口蹄疫市场苗空间测算.....	6
图表 11：生猪存栏（万头）同比降幅收窄	7
图表 12：饲料销量增速企稳回升	7
图表 13：我国生猪养殖规模化比例提高（超过 500 头）	7
图表 14：规模化和散养免疫费用（元/头）对比	7
图表 15：布病市场苗市场空间测算.....	8
图表 16：布病报告数逐年增多	8
图表 17：口蹄疫市场苗的竞争格局.....	9

图表 18: 口蹄疫招标苗竞争格局	9
图表 19: 公司历年口蹄疫市场苗销售情况.....	9
图表 20: 公司历年招标苗销售情况.....	9
图表 21: 盈利预测	10
图表 22: 公司有望上市的新产品	10
图表 23: BVD-IBR 疫苗市场空间测算.....	11
图表 24: 圆环疫苗市场空间测算	11
图表 25: 王永胜 (博士) 简历	12
图表 26: 相对估值表	12

生物股份-口蹄疫龙头企业，市场苗标杆

公司简介

- 公司是我国口蹄疫龙头企业，市场苗标杆，公司于 1993 年成立，1999 年在上交所上市。2008 年公司攻克细胞悬浮培养技术难关，率先上马国内第一条口蹄疫悬浮培养生产线，填补国内空白，引领产业升级；2011 年剥离羊绒业务；2012 年为行业制定了口蹄疫疫苗抗原含量、杂蛋白含量、抗原和杂蛋白检测三项标准；2013 年公司全面退出房地产业务，最终从多元化公司转变为专注于生物制药产业为主的专业化公司。

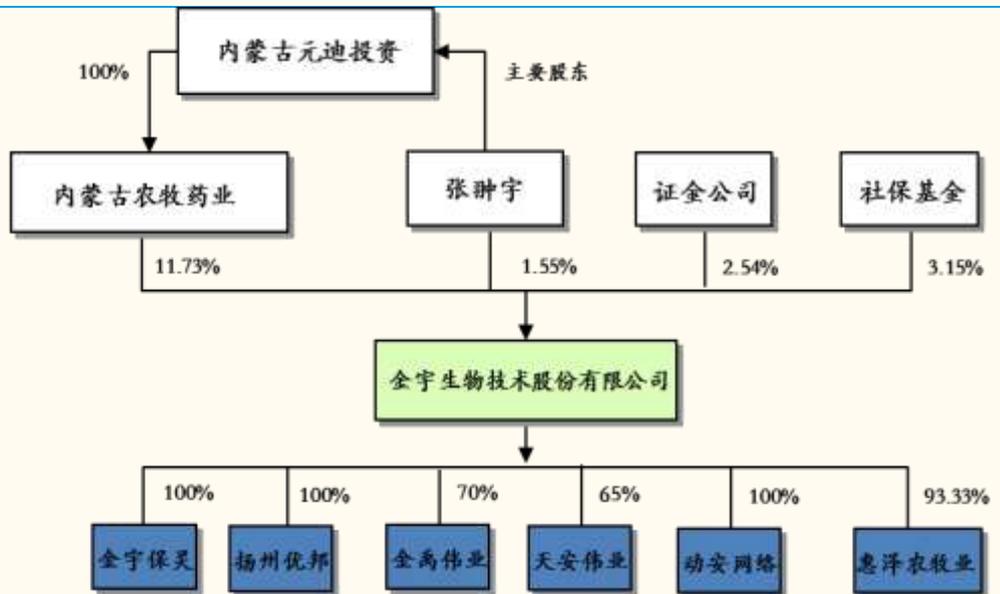
图表 1：公司发展历程



来源：国金证券研究所，wind

- 董事长张翀宇通过内蒙古元迪投资和其本人持股控制公司 13.28% 的股权，目前为公司实际控制人。今年 8 月 4 日公司非公开发行股票收到证监会批复，非公开发行完成后，大股东股权将被稀释，内蒙古农牧药业将持有 10.77% 的股权，张翀宇将直接和间接持股 12.19%，仍为公司实际控制人。

图表 2：公司股权结构及主要子公司



来源：国金证券研究所，wind

- 公司旗下拥有金宇保灵和扬州优邦两家生物制药公司，金宇保灵以生产口蹄疫和猪瘟疫苗为主，扬州优邦以生产蓝耳、禽苗为主。

核心业务

- 2008 年公司攻克细胞悬浮培养技术难关，率先上马国内第一条口蹄疫悬浮培养生产线，并在口蹄疫的悬浮培养方面和后端纯化方面公司具有一定的

先发优势。得益于公司产品质量优势，公司口蹄疫销售快速增长，带动公司实现营收、净利快速增长，最终成为动保行业的新晋龙头。目前公司主打产品包括口蹄疫 O 型-亚洲 I 型-A 型三价灭活疫苗，牛口蹄疫 O 型-亚洲 I 型二价灭活疫苗等，明年猪口蹄疫 O-A 二价苗有望上市，公司口蹄疫市场份额有望进一步提升。

图表 3：公司营业收入（百万元）高速增长



来源：国金证券研究所，wind

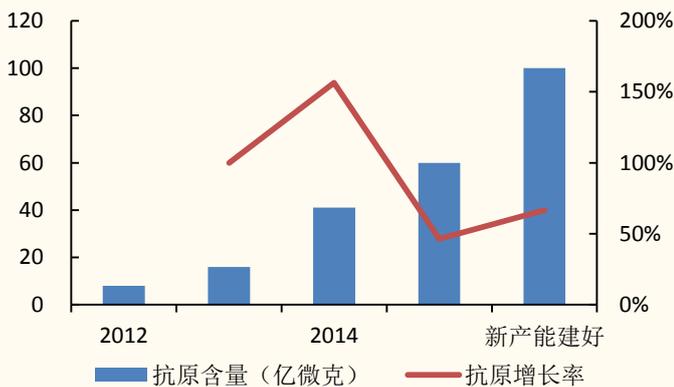
图表 4：公司归母净利润（百万元）快速提升



来源：国金证券研究所，wind

- 公司产能方面，2012 年底，公司抗原产能 8 亿微克；随后在 2013 年 5 月将产能提升至 16 亿微克；2013 年 4 月，公司启动二期产能扩张计划，并于 13 年 10 月增加 4 个 5000L 的悬浮培养生产罐，公司口蹄疫产能在 2014 年 1 月增加至 24 亿微克，同时拥有年生产能力 100 亿羽/头份的弱毒冻干活疫苗；截止 2014 年底时公司口蹄疫疫苗产能增加到 41 亿微克，并在 2015 年 9 月公司口蹄疫有效抗原产能达到 60 亿微克。目前，公司定增项目已获证监会批准，公司拟全部用于金宇生物科技产业园区项目一期工程，口蹄疫产能有望提升至 100 亿微克。

图表 5：公司产能



来源：wind、国金证券研究所

图表 6：定增项目概览（科技产业园区项目一期工程）

项目(实施主体为金宇保灵，实施周期 24 个月)	
1	年产 89,267 万头份口蹄疫生产车间
2	年产 6,000 万头份布鲁氏菌病活疫苗生产车间
3	年产 4,431 万头份灭活疫苗生产车间
4	年产 13,500 万头份冻干活疫苗生产车间
5	兽用疫苗国家工程实验室
6	国家高级别生物安全实验室

来源：公司公告、国金证券研究所

行业介绍

最具成长性的农业子板块-动保行业

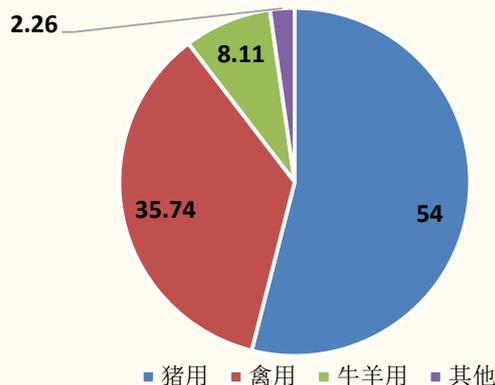
- 我们测算，未来 5 年我国动物疫苗行业有近 200 亿的市场空间，相对于目前 100 亿（中国兽药协会统计）的市场，未来仍有翻倍的空间，复合增长率有望接近 15%。

图表 7：动物疫苗行业快速增长



来源：中国兽药协会、国金证券研究所

图表 8：2015 年动物疫苗市场约 100 亿



来源：中国兽药协会、国金证券研究所

图表 9：未来 5 年动物疫苗市场空间近 200 亿

	出栏量/存栏量 (亿)	免疫覆盖率	平均防疫成本 (元)	市场空间 (亿元)
生猪	7.35	60%	20	88.20
禽	113	60%	0.8	54.24
肉牛	0.49	40%	26	5.10
羊	2.8	40%	7	7.84
能繁母猪	0.38	90%	70	23.94
奶牛	0.15	80%	170	20.40
合计				199.72

来源：wind、国金证券研究所

- 口蹄疫方面，目前口蹄疫政府招标苗市场规模超过 17 亿，市场苗近 12 亿，我们测算，2025 年前我国口蹄疫市场苗有望超过 54 亿，仍有超过 4.5 倍的成长空间。

图表 10：未来 5 年口蹄疫市场苗空间测算

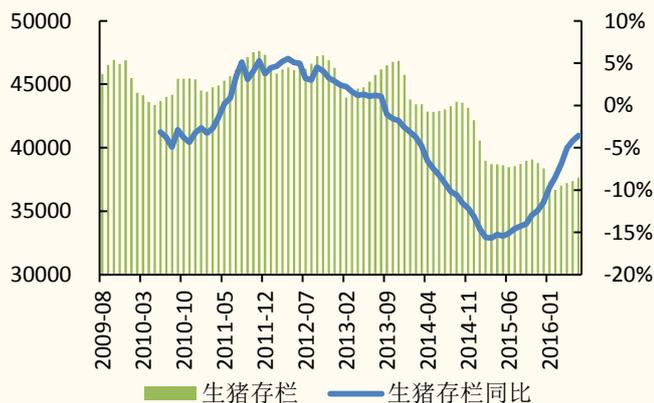
免疫动物	数量 (亿头)	免疫用量 (头份)	免疫覆盖率	单价 (元/头份)	总需求量 (亿头份)	预计市场规模
生猪出栏	7.35	1.5	0.6	6	6.6	39.69
能繁母猪	0.38	2.5	0.9	8	0.86	6.84
牛出栏	0.49	2.5	0.4	10	0.49	4.9
奶牛	0.15	2.5	0.8	10	0.3	3
总和	-	-	-	-	8.26	54.43

来源：wind、国金证券研究所。

周期向上拐点逐步显现-存栏量上升，高盈利推动渗透率提升

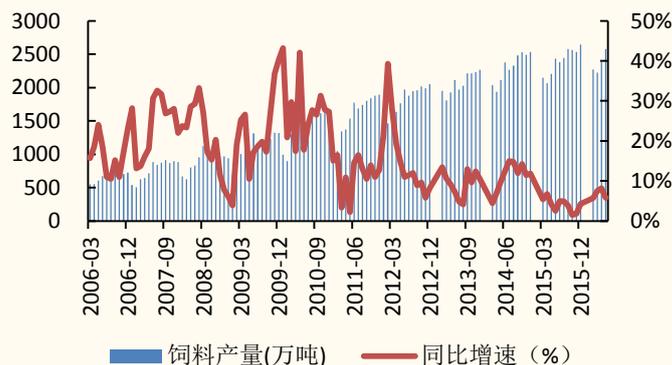
- 生猪存栏量上行。养猪高盈利已经持续了一年，补栏也在缓慢恢复当中，从农业部的数据来看，从今年三月起，生猪存栏量环比正增长，同比下滑速度减小，生猪存栏量上行有望带动动保产品需求提升。
- 饲料销量上行间接反应存栏量上行。目前饲料产量同比逐步上行，间接反应了生猪存栏量上行的趋势。而从 3 月开始，上市公司方面饲料销量也明显增长，前端料增速更是明显，尤其在多家大型养殖厂自建饲料厂的背景之下，我们认为饲料企业的增长是有质量的增长，也显示了补栏的缓慢恢复。

图表 11: 生猪存栏 (万头) 同比降幅收窄



来源: wind、国金证券研究所

图表 12: 饲料销量增速企稳回升



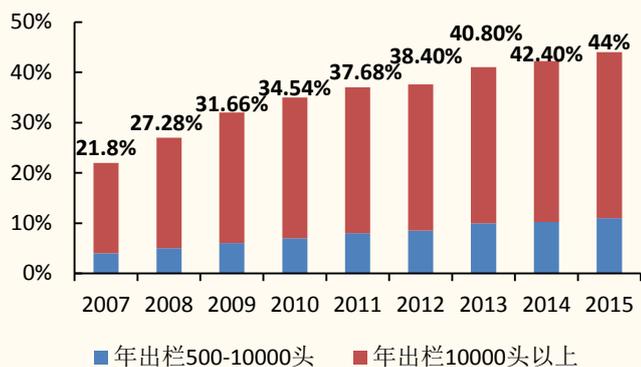
来源: wind、国金证券研究所

- **能繁存栏也有所恢复。**虽然农业部数据显示能繁母猪处于低位震荡,但据我们草根调研了解,由于大部分种猪场在 2014 年没有更新种猪群,导致市场上二元母猪短缺,许多中小养殖场都选择自留商品母猪来进行补栏,而这一部分母猪存栏并未统计在能繁存栏中。
- **渗透率方面,由于生猪盈利丰厚,渗透率有望继续上升。**商品猪盈利丰厚,如果使用市场苗,以口蹄疫为例,用 8 元的口蹄疫市场苗为高达 500 元以上的盈利加了一层保险,因此,生猪养殖户给生猪打市场苗的意愿增强。同时,对于母猪而言,母猪作为生产性生物资产,在猪价高位的背景下显得更加宝贵,体现在母猪价格也有大幅提升,因此用疫苗来保障母猪生产性能的动力也在增强。

规模化养殖提升渗透率和单位疫苗量

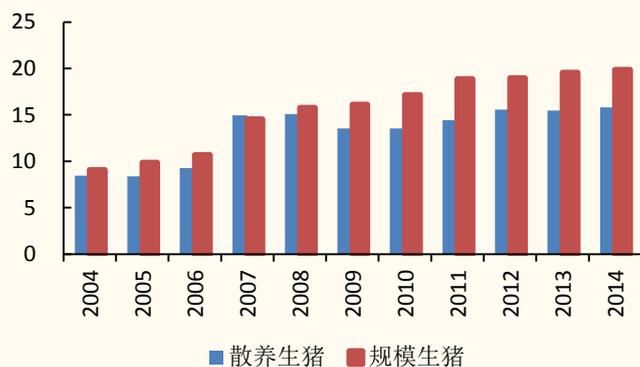
- 随着我国规模化养殖比例不断提高,对疫苗品质的要求也在不断上升。首先,规模化养殖由于提升了养殖密度,容易使病毒容易传播,提升动物死亡率,因此规模化养殖企业更需要高品质疫苗。

图表 13: 我国生猪养殖规模化比例提高 (超过 500 头)



来源: 中国畜牧业年鉴、国金证券研究所

图表 14: 规模化和散养免疫费用 (元/头) 对比



来源: wind、国金证券研究所

- 其次,随着规模化养殖率的提升,养殖户将会选择质量好的疫苗,因此,动保产品市场集中度有望向优质优价的公司提升,一些研发实力弱、产品质量不过关的中小疫苗企业将随之淘汰。

招采政策助推市场化

- **我们认为: 招采政策变化对行业扩容利大于弊,对上市公司业绩利大于弊。**行业层面: 猪瘟、高蓝招采退出,同时布病、包虫病纳入强免,政府招采作为购买方需求量会下滑,但国退民进,政府苗的退出部分将会被市场苗替代,而市场苗价格往往是政府苗价格的 3-8 倍,以价补量,招采改直补政策同样有望带来市场苗需求提升,在量不减的情况下,价格中枢结构

性提升同样带来行业扩容；公司层面：不管是招采退出还是招采改直补，都意味着养殖户取代政府成为产品购买的决策者，因此，渠道体系完善（意味着能接触到养殖户）、产品性价比突出（意味着被养殖户认可）的公司将明显受益，而这一点，上市公司层面都有或多或少的优势，将会站在行业洗牌当中的受益方阵当中。

■ 生物股份将整体受益于招采政策的变化。具体来看：

■ 口蹄疫：

- 随着猪瘟、蓝耳两大品种退出招标，布病、包虫病这两个市场规模较小的疫病品种进入，在中央财政经费大概率维持 37 亿不变的情况下，我们认为财政经费有望向口蹄疫倾斜，有利于生产销售口蹄疫的相关上市公司。
- 国家进行招标改直补后，招采疫苗市场化改革有望提速进行，随着招标改直补，自主权交还给养殖户，性价比更高，渠道建设更佳的厂商优势将会突显出来。一些研发实力弱、只做招采，不做市场化推广机构的市场将被生物股份凭借市场苗方面的品质优势以及先发优势而挤占。

■ 布病纳入强免范围，推升布病市场空间。

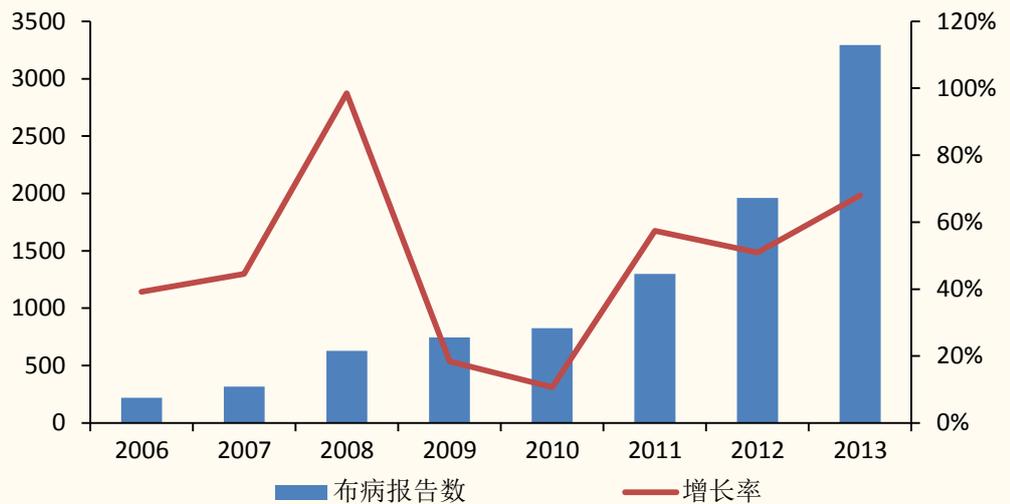
- 随着布病疫情近年持续增多，并且为人畜共患病，对人的健康危害较大，2017 年国家将布病纳入强制免疫。根据测算，我们认为近 5 年布病最少有 1.81 亿的市场空间。

图表 15：布病市场苗市场空间测算

	规模 (万头)	平均免疫次 数(次/头)	免疫覆 盖率	疫苗 单价	市场空间 (亿元)
奶牛	1498	1	60%	0.5	0.04
肉牛	4929	1	60%	0.5	0.15
羊	28741.6	1.5	75%	0.5	1.62
合计					1.81

来源：wind、国金证券研究所。（注：金宇布病苗上市后价格预计 1-2 元/头份，但目前市场上布病苗价格多数仅为几分钱/头份）

图表 16：布病报告数逐年增多



来源：卫计委、国金证券研究所

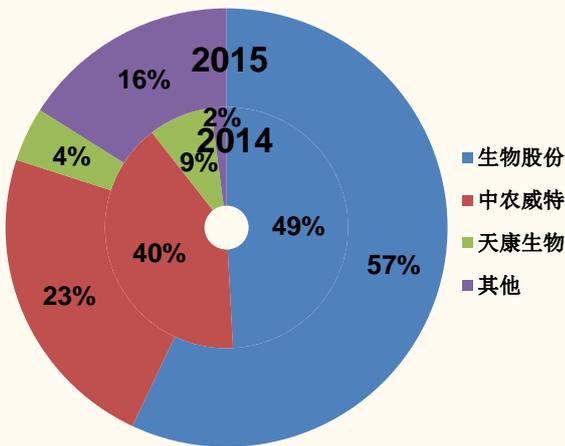
- 纳入强免后带动行业扩容，生物股份最为受益，生物股份与法国诗华进行合作对公司布病疫苗进行升级，今年下半年这一品种有望通过绿色通道形成一定的销售。

公司自身看点：口蹄疫深化，新品扩充盈利方阵，国际化合作拓展空间

口蹄疫仍有继续渗透空间

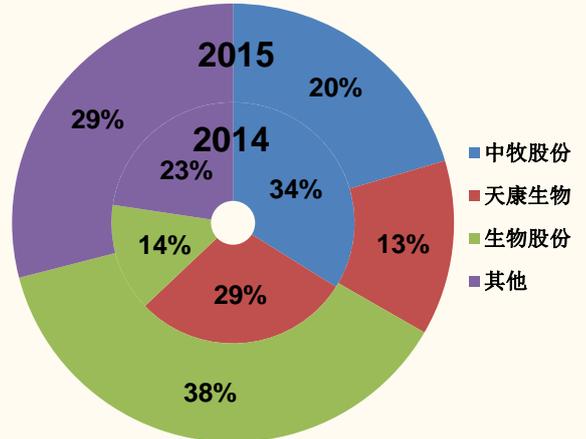
- 口蹄疫是目前市场上动物疫苗占比最大的疫苗品种之一，招采苗和市场苗市场接近 30 亿，其中市场苗 12 亿。目前公司在口蹄疫市场苗的市场份额占比 50%左右，在招采苗市场中也起到重要作用。公司通过过硬的质量和优质的营销服务在口蹄疫市场苗方面进行推广。一方面，口蹄疫悬浮培养和纯化技术使公司具有先发优势；另一方面，公司不断进行营销网络建设，公司销售团队现有 76 人，并对客户进行分层管理，为客户提供完善的售前到售后的市场服务，目前公司基本覆盖了年出栏量 5 千头以上的猪场（需求量 2.5 亿头份）。同时公司从 16 年年底开始布局技术团队服务建设为客户提供个性化的技术服务并通过优质疫苗和服务赢得客户对公司产品的认可。随着销售团队的扩张和服务完善，公司口蹄疫市场苗渗透率有望进一步提升。
- 目前公司口蹄疫市场苗市场份额达到 40%以上，有利于其他新疫苗进行渠道共享，实现协同效应。

图表 17：口蹄疫市场苗的竞争格局



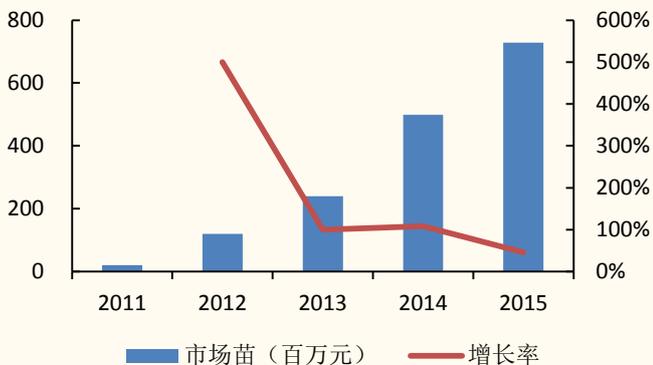
来源：中国兽药协会、国金证券研究所

图表 18：口蹄疫招标苗竞争格局



来源：中国兽药协会、国金证券研究所

图表 19：公司历年口蹄疫市场苗销售情况



来源：wind、国金证券研究所

图表 20：公司历年招标苗销售情况



来源：wind、国金证券研究所

- 公司与兰研所合作研发的猪口蹄疫 O-A 二价苗现在处于申请新兽药证书阶段，预计将于明年秋防前上市。由于猪口蹄疫 A 型毒株在市场上仅有公司

和中农威特可以使用，同时近年来猪 A 型口蹄疫感染比较多，因此该产品一旦上市，有望快速抢占目前市场。

- 我们认为，受益于公司口蹄疫渗透率提升和 O-A 二价苗扩容，业绩 2016-2018 年公司口蹄疫收入分别为 14.2 亿、18.5 亿、23.9 亿。

图表 21：盈利预测

项 目	2016E	2017E	2018E
口蹄疫			
其中：市场苗			
平均售价（元/毫升）	3.00	2.95	2.94
增长率（YOY）	-2.84%	-1.78%	-0.15%
销售数量（万毫升）	33000.00	47000.00	65,000.00
增长率（YOY）	39.80%	42.42%	38.30%
销售收入（百万元）	990.23	1,385.19	1,912.90
增长率（YOY）	35.83%	39.89%	38.10%
其中：政府苗			
平均售价（元/毫升）	0.73	0.74	0.72
增长率（YOY）	-5.89%	1.37%	-2.70%
销售数量（万毫升）	59000.00	63000.00	67,000.00
增长率（YOY）	1.70%	6.78%	6.35%
销售收入（百万元）	430.70	466.20	482.40
增长率（YOY）	-4.29%	8.24%	3.47%
口蹄疫销售收入（百万元）	1,420.93	1,851.39	2,395.30
增长率（YOY）	20.52%	30.29%	29.38%
其他			
销售收入（百万元）	93.00	127.00	202.00
增长率（YOY）	168.63%	36.56%	59.06%
生物制药			
销售收入（百万元）	1,513.93	1,978.39	2,597.30
增长率（YOY）	24.74%	30.68%	31.28%
毛利率	78.92%	79.90%	80.20%
销售成本（百万元）	319.14	397.66	514.27
增长率（YOY）	19.41%	24.60%	29.32%
毛利（百万元）	1,194.79	1,580.74	2,083.04
增长率（YOY）	26.25%	32.30%	31.78%
占总销售额比重	98.20%	98.69%	99.03%
占主营业务利润比重	99.12%	99.42%	99.58%

来源：wind、国金证券研究所

新产品上市带来新看点

图表 22：公司有望上市的新产品

	预计上市时间	市场空间 (亿元)	2016 贡献收入 (万元)	2017 贡献收入 (万元)	2018 贡献收入 (万元)
圆环	2016 年已经推出	35.48	5000	7000	9000
BVD-IBD	2017 年推出	4.82	-	1000	4000
布病	2016 秋防部分上市	1.81	100	500	1200
合计			5100	8500	14200

来源：wind、国金证券研究所

- 公司 7 月 28 日公告其子公司取得牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联灭活疫苗（简称：BVD-IBR 疫苗）的新兽药注册证书，此疫苗 2 月龄

以上牛，每头 2.0ml，首免后 21 日加强免疫一次。以后每隔 4 个月免疫一次，每头 2.0ml。国内在这一疫苗方面尚属空白，而牛病毒性腹泻/黏膜病和传染性鼻气管炎是世界范围内流行的严重威胁养牛业的两种重大疾病，而目前仅有生物股份一家公司获得新兽药证书。我们预计 17 年下半年公司即可拿到批文对外销售 BVD-IBR 疫苗，该疫苗市场空间接近 5 亿，如果公司能够快速抢占市场，我们预计该疫苗 2017 年有望为公司带来近 1000 万收入及近 300 万的净利润。

图表 23: BVD-IBR 疫苗市场空间测算

	规模 (万头)	平均免疫次 数(次/头)	免疫覆 盖率	疫苗 单价	市场空间 (亿元)
奶牛	1498	3	25%	10	1.12
肉牛	4929	3	25%	10	3.70
合计					4.82

来源: wind、国金证券研究所

- 公司圆环疫苗在去年 10 月拿到生产批文，有望成为公司另一个利润增长点。圆环病毒是一种免疫抑制性疾病，影响生猪对猪瘟、口蹄疫、伪狂犬等疫苗的免疫应答；同时生猪一旦感染圆环病毒还会引发其他并发症及传染病，大幅提升生猪死亡率（40%以上），对生猪养殖业危害较大。2014 年圆环疫苗市场规模已经超过 10 亿，我们预计未来圆环市场空间有望超过 35 亿。公司圆环疫苗是国内首创的基因工程亚单位疫苗，抗原含量达 80 μg/头份，远远超过勃林格和武汉中博的抗原含量，公司对圆环疫苗按照 18 元/头份来定价的，预计圆环 2016-2018 年为公司提供 5000 万、7000 万、9000 万收入。

图表 24: 圆环疫苗市场空间测算

免疫动物	数量 (亿头)	免疫用量 (头份)	免疫覆 盖率	单价 (元/头份)	总需求量 (亿头份)	预计市 场规模
生猪出栏	7.35	1	0.4	10	2.94	29.4
能繁母猪	0.38	2	0.8	10	0.608	6.08
合计						35.48

来源: wind、国金证券研究所

- 2012 年公司布病销量已经达到 1 亿头份，但是由于布病疫苗价格普遍比较低，布病销售额仅为 200 万，无法弥补成本，几乎处于停产状态。布病 2017 年也将纳入招采，为公司提供了新的盈利点。布病市场竞争异常激烈，目前全国共有 14 个厂家具有布病兽药批准文号，公司布病疫苗正在申请走绿色通道，暂不考虑这块，我们预计布病 16-18 年为公司贡献 100 万、500 万、1200 万收入。定增也将扩建布病产能，提升公司布病疫苗生产能力。

外延与国际化合作打开空间

设立产业基金打造技术平台

- 公司于去年 10 月和今年 7 月分别出资 2 亿和 7250 万元设立创业投资合伙企业及创业投资基金，投资于生物和大健康产业、生物技术等领域内的高科技成长企业，打造生物技术孵化平台。通过开展产业并购整合业务，为公司孵化、储备并购资源，开拓可持续、多元化的投融资通道，帮助公司巩固和强化主导产业优势，获取产业发展的新机会和新技术。为公司获取新的盈利增长点

国际化扩张，占领国际市场

- 2014 年 5 月，公司基于国际化战略目标的需要，聘用国际化人才王永胜为公司副总裁，随后公司一方面，通过国际交流与合作，2014 年公司国际交

流达到 520 人次，到 2015 年交流人次达到 811 人，通过合作交流，公司实现生产工艺升级，提升疫苗品质。另一方面通过向发展中国家进行扩张，在国外设厂，将公司旧的多余产能转移出去，将自己的产品推向国际市场，打破国内需求瓶颈，增强公司盈利能力。2015 年公司与比尔及梅琳达·盖茨基金会和中非发展基金签订《非洲投资框架协议》，利用公司在疫苗生产、研发领域的优势，与比尔及梅琳达·盖茨基金会和中非发展基金有限公司共同在埃塞俄比亚开展兽用疫苗的研发、生产和经销，同时在外投资建厂的机会，公司利用国外复杂的疫病环境进行研究，提升公司研发能力。

图表 25: 王永胜 (博士) 简历

	毕业于中国农业大学兽医学院&动物科技学院
1988 年 6 月-1993 年 12 月	中国农业出版社编辑
1994 年 1 月至 1994 年 9 月	中欧农业技术中心编辑
1997 年 7 月至 2013 年 1 月	历任美国辉瑞动物保健品有限公司中国技术服务经理、技术及注册事务经理、全国销售经理、中国总经理、亚太区新兴市场公共事务总监
2013 年 1 月至 2014 年 5 月	默沙东 (中国) 有限公司副总裁、动物保健事业部总经理
2014 年 5 月至今	金宇保灵生物药品有限公司总经理
2014 年 8 月至今	金宇生物技术股份有限公司副总裁
2015 年 1 月至今	扬州优邦生物药品有限公司董事长

来源: wind、国金证券研究所

投资建议-给予“买入”评级

盈利预测

- 我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 15.42 亿、20.05 亿和 26.23 亿，同比分别增长 23.7%、30%和 30.8%；归属于上市公司股东净利润分别为 6.5 亿、8.5 亿和 11 亿；EPS 分别为 1.13 元、1.48 元和 1.92 元。

横纵向对，位于估值中枢下方

- 纵向对比，行业处于最佳盈利的前夕，未来量价提升，公司盈利有望快速提升。而渗透率在散户退出后有望快速提升，市场苗快速渗透盈利增速有望超预期。公司层面，多个新产品处于释放前夕，有望成为未来股价催化剂。
- 横向对比，目前按照公司 2016 年预测净利润估计，公司目前市盈率达到 25 倍。我们认为，由于天邦、天康和中牧还拥有饲料、生猪养殖等业务，拉低了动保板块估值，我们认为，相对而言，公司业务纯正，市场扩展良好，因此可以给予市场平均估值。

图表 26: 相对估值表

证券代码	证券名称	收盘价	总市值	预测净利润(亿元)		PE	
		(元)	(亿元)	2016E	2017E	2016E	2017E
002124.SZ	天邦股份	10.70	68.12	3.71	4.55	18.36	14.97
603566.SH	普莱柯	20.95	67.04	1.86	2.57	36.11	26.10
300119.SZ	瑞普生物	16.01	62.30	1.82	2.57	34.21	24.26
600201.SH	生物股份	28.83	165.15	6.50	8.50	25.41	19.43
002100.SZ	天康生物	8.86	85.36	4.01	4.34	21.29	19.67
600195.SH	中牧股份	20.01	86.00	3.35	4.32	25.67	19.91
603718.SH	海利生物	17.99	115.86	1.41	2.78	82.28	41.67

来源: wind、国金证券研究所

大股东增持、定增提供安全边际

- 公司目前拥有一定的安全边际，公司 5 月 13 日公告，公司董事、高管、监事以 24.12 元/股价格增持公司 1,230,600 股股票，并在在法定期限内不减

持其所持有的本公司股票。同时公司非公开发行获得证监会批准，拟发行价格为 **24.03 元/股**。

- 目前行业景气度将迎拐点，叠加定增获批（预计年内落地）提供的安全边际，并综合衡量可比公司估值水平和公司历史估值水平，以及公司董监高增持后，目前估值比较便宜，我们给予公司 $35 \times 16PE$ 、 $27 \times 17PE$ ，未来 6-12 个月的目标为 40 元，给予“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	671	1,063	1,247	1,542	2,005	2,623	货币资金	712	948	1,030	1,618	2,281	2,965
增长率		58.3%	17.3%	23.7%	30.0%	30.8%	应收账款	249	183	262	313	336	546
主营业务成本	-197	-253	-286	-336	-415	-531	存货	157	217	222	249	264	351
%销售收入	29.4%	23.8%	23.0%	21.8%	20.7%	20.2%	其他流动资产	43	20	29	33	36	40
毛利	474	810	960	1,205	1,590	2,092	流动资产	1,162	1,368	1,543	2,212	2,916	3,902
%销售收入	70.6%	76.2%	77.0%	78.2%	79.3%	79.8%	%总资产	67.9%	65.2%	60.5%	69.0%	73.9%	78.9%
营业税金及附加	-7	-8	-7	-8	-9	-11	长期投资	60	59	155	155	155	155
%销售收入	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	固定资产	410	578	718	715	749	758
营业费用	-108	-167	-178	-225	-309	-414	%总资产	24.0%	27.5%	28.2%	22.3%	19.0%	15.3%
%销售收入	16.1%	15.7%	14.3%	14.6%	15.4%	15.8%	无形资产	65	68	103	96	98	100
管理费用	-118	-152	-184	-214	-281	-375	非流动资产	550	730	1,008	995	1,031	1,042
%销售收入	17.6%	14.3%	14.8%	13.9%	14.0%	14.3%	%总资产	32.1%	34.8%	39.5%	31.0%	26.1%	21.1%
息税前利润 (EBIT)	241	483	590	758	992	1,291	资产总计	1,712	2,098	2,550	3,207	3,947	4,944
%销售收入	35.9%	45.5%	47.4%	49.2%	49.5%	49.2%	短期借款	120	1	1	0	0	0
财务费用	-20	7	13	16	23	31	应付款项	186	255	242	274	314	391
%销售收入	3.0%	-0.7%	-1.0%	-1.0%	-1.2%	-1.2%	其他流动负债	112	178	193	385	464	513
资产减值损失	-6	-14	-20	-3	0	-2	流动负债	419	433	435	659	778	904
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	10	0	0	0	0	0
投资收益	82	4	8	8	7	8	其他长期负债	1	34	47	1	1	1
%税前利润	27.3%	0.9%	1.3%	1.0%	0.7%	0.6%	负债	430	468	482	660	780	905
营业利润	297	480	591	779	1,022	1,328	普通股股东权益	1,282	1,633	2,069	2,547	3,167	4,038
营业利润率	44.2%	45.2%	47.4%	50.5%	51.0%	50.6%	少数股东权益	0	-2	0	0	0	0
营业外收支	3	3	3	3	3	3	负债股东权益合计	1,712	2,098	2,550	3,207	3,947	4,944
税前利润	300	483	594	782	1,025	1,332	比率分析						
利润率	44.7%	45.4%	47.6%	50.7%	51.1%	50.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-51	-81	-116	-132	-175	-232	每股指标						
所得税率	16.9%	16.7%	19.5%	16.9%	17.1%	17.4%	每股收益	0.893	1.414	0.837	1.134	1.483	1.920
净利润	249	402	478	650	850	1,100	每股净资产	4.565	5.711	3.612	4.446	5.529	7.049
少数股东损益	-2	-2	-2	0	0	0	每股经营现金净流	2.312	2.047	0.863	1.198	1.649	1.767
归属于母公司的净利润	251	404	480	650	850	1,100	每股股利	0.280	0.300	0.000	0.300	0.400	0.400
净利率	37.4%	38.0%	38.5%	42.1%	42.4%	41.9%	回报率						
							净资产收益率	19.57%	24.76%	23.19%	25.51%	26.83%	27.24%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	14.66%	19.27%	18.81%	20.26%	21.53%	22.25%
							投入资本收益率	14.19%	24.65%	22.95%	24.73%	25.94%	26.41%
净利润	249	402	478	650	850	1,100	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	20.65%	58.32%	17.27%	23.68%	30.02%	30.83%
非现金支出	47	62	92	75	84	101	EBIT 增长率	41.05%	100.25%	22.19%	28.43%	30.77%	30.23%
非经营收益	-67	-14	-12	-9	-10	-11	净利润增长率	92.34%	61.16%	18.65%	35.44%	30.76%	29.43%
营运资金变动	420	135	-63	-30	21	-178	总资产增长率	-9.09%	22.57%	21.56%	25.76%	23.07%	25.25%
经营活动现金净流	649	585	494	686	945	1,012	资产管理能力						
资本开支	-115	-207	-262	-58	-117	-107	应收账款周转天数	76.0	56.0	61.6	70.0	57.0	72.0
投资	107	0	-100	0	0	0	存货周转天数	968.6	270.2	279.8	270.0	232.0	241.0
其他	14	9	20	8	7	8	应付账款周转天数	168.4	198.6	232.4	231.0	219.0	210.0
投资活动现金净流	7	-197	-342	-50	-110	-99	固定资产周转天数	131.4	133.1	118.5	94.1	78.0	60.3
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-140	-130	0	-46	0	0	净负债/股东权益	-45.38%	-58.14%	-49.77%	-63.52%	-72.01%	-73.42%
其他	-113	-21	-71	-2	-172	-229	EBIT 利息保障倍数	12.0	-66.1	-46.7	-47.7	-42.4	-41.0
筹资活动现金净流	-253	-151	-71	-48	-172	-229	资产负债率	25.11%	22.28%	18.89%	20.59%	19.75%	18.32%
现金净流量	403	237	82	588	663	684							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-22	买入	32.33	39.00~39.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD