

生物股份 (600201)

动保行业持续景气，口蹄疫龙头高速成长

推荐 (首次)

现价: 33.16 元

主要数据

行业	农林牧渔
公司网址	www.jinyu.com.cn
大股东/持股	内蒙古金宇生物控股有限公司 /10.96%
实际控制人	
总股本(百万股)	642
流通 A 股(百万股)	613
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	212.97
流通 A 股市值(亿元)	203.32
每股净资产(元)	6.30
资产负债率(%)	14.30

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

研究助理

王海亮 一般从业资格编号
S1060117060077
021-20660644
WANGHAILIANG278@PINGAN.COM.CN

梁天琦 一般从业资格编号
S1060117070084
021-20662962
LIANGTIANQI526@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **规模化养殖户扩产，直补政策推出，动保行业持续景气：**从养殖结构上看，近年来生猪养殖规模化程度提升，规模化养殖户对疫苗防疫效力更为重视，对价格不敏感；生猪量方面，目前定点生猪屠宰量连续六个月同比正增长，1H2017 我国生猪出栏同比正增长，我们认为规模养殖企业生猪出栏可能已抵消散户的退出，且规模化养殖户扩产迅速；长期来看，2017 年先打后补政策确立了强免疫苗由政府招标向市场化过度的趋势，预计政策逐步实行将打开动保行业的成长空间，动保行业步入持续景气阶段。
- **公司受益于口蹄疫市场苗规模扩张：**我国口蹄疫市场苗规模约 17.5 亿元，生猪渗透率仅 15%，未来随直补政策推出及规模化养殖户扩张，预计 2020 年生猪渗透率增至 45%，市场规模增至 54.2 亿元。公司是口蹄疫市场苗龙头，2016 年市占率近 60%，公司口蹄疫疫苗生产工艺先进，免疫效力优质，规模化养殖户渗透广泛，口蹄疫 A 型毒株 (WH-09) 具有垄断优势，目标客户正向出栏 5000 头养殖户快速下沉，预计未来 4 年公司口蹄疫市场苗将以不低于行业预计增速 32% 的复合增长率快速增长。
- **产品线日趋丰富，收入结构逐步多元化：**公司在保证口蹄疫疫苗竞争优势的基础上，近期推出的多个新品如圆环疫苗，BVD-IBR 疫苗等具有较大发展潜力，圆环疫苗 1H2017 收入 5000 万元，超去年全年营收，预计 2017 年营收 1 亿元；牛二联 BVD-IBR 疫苗具备国内先发优势，预计全年营收 2000 万元。此外公司 2017 年收购辽宁益康生物，丰富了公司猪用菌苗、禽类疫苗及宠物疫苗产品品类，成功进入禽流感招采苗领域。未来公司拟在圆环、BVD-IBR，鸡类疫苗、宠物疫苗上共同发力，营收多元化发展。
- **盈利预测：**我们预计公司 2017-2019 年实现净利润 8.4、10.8、13.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.30、1.68 元和 2.16 元，对应 PE 为 25.4、19.7、15.4 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**口蹄疫市场苗销量低于预期的风险；圆环、BVD-IBR 新品销量低于预期的风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1247	1517	1987	2600	3351
YoY(%)	17.3	21.7	31.0	30.8	28.9
净利润(百万元)	480	645	838	1080	1384
YoY(%)	18.7	34.4	29.9	28.9	28.2
毛利率(%)	77.0	77.8	78.1	78.6	79.2
净利率(%)	38.5	42.5	42.2	41.5	41.3
ROE(%)	23.1	17.1	19.3	21.2	22.8
EPS(摊薄/元)	0.75	1.00	1.30	1.68	2.16
P/E(倍)	44.4	33.0	25.4	19.7	15.4
P/B(倍)	10.3	5.7	4.9	4.2	3.5

正文目录

一、国内兽用生物制品领军企业	5
1.1 兽用疫苗业务经验丰富	5
1.2 营业收入及净利润增长迅速	5
1.3 口蹄疫疫苗为公司核心产品	6
二、动保行业持续景气，口蹄疫疫苗最先受益	8
2.1 结构性趋势：规模化程度提升疫苗质量要求	8
2.2 短期趋势：预计规模化养殖企业出栏大幅增长	10
2.3 长期趋势：直补政策打开市场苗发展空间	11
2.4 口蹄疫市场苗最先受益于动保行业景气	13
三、口蹄疫龙头持续，多品类疫苗布局	15
3.1 先进生产工艺及规模化养殖户占有铸就宽广护城河	15
3.2 毒株垄断、渠道下沉保障未来发展	18
3.3 圆环产品上半年销售爆发，BVD-IBR 增长潜力大	20
3.4 成功竞拍辽宁益康，公司产品线日趋丰富	21
四、盈利预测	22
五、风险提示	23

图表目录

图表 1	公司简要发展历程	5
图表 2	公司营收状况及结构(亿元)	6
图表 3	公司近年营收状况及增长率(亿元)	6
图表 4	公司近年利润状况及增长率(亿元)	6
图表 5	口蹄疫疫苗占公司营收 90%以上	7
图表 6	公司子公司及对应业务	7
图表 7	公司疫苗产品涵盖常见畜禽病种	7
图表 8	我国生猪养殖规模化程度提升	9
图表 9	不同规模养殖场医疗防疫费用(元)	9
图表 10	温氏牧原头均防疫费用及占营收比例	9
图表 11	不同规模养殖场疫苗及服务需求分析	9
图表 12	生猪定点屠宰量同比连续 6 个月为正值	10
图表 13	年度生猪出栏累计值(单位:万头)	10
图表 14	半年度生猪出栏累计值(单位:万头)	10
图表 15	规模化养殖户 2017 年预计出栏快速增长	11
图表 16	兽用疫苗分类	12
图表 17	兽用疫苗按是否强制免疫分类占比%	12
图表 18	以口蹄疫疫苗为例,市场苗防疫效果优于招标苗	12
图表 19	政策实施前后规模化养殖户防疫行为变化	12
图表 20	优先防治和重点防范的动物疫病	13
图表 21	2013 年中国生猪疫苗市场结构	13
图表 22	2017 年预计中国生猪疫苗市场预计结构	13
图表 23	2016 年口蹄疫市场苗预计市场空间测算	14
图表 24	2020 年口蹄疫市场苗预计市场空间测算	14
图表 25	口蹄疫市场苗竞争格局	14
图表 26	口蹄疫疫苗行业壁垒	15
图表 27	公司悬浮培养技术发展历程	16
图表 28	悬浮培养与转瓶培养对比	16
图表 29	公司悬浮培养纯化口蹄疫疫苗特点	16
图表 30	公司近年营收及毛利率快速增长(单位:亿元)	17
图表 31	公司 ROE 高于同业%	17
图表 32	公司 ROIC 高于同业%	17
图表 33	公司近年来直销布局	18
图表 34	口蹄疫招标苗及市场苗占比	18
图表 35	口蹄疫市场苗营收快速增长(亿元)	18
图表 36	A 型口蹄疫近年来在我国开始流行	19

图表 37	客户规模下降至 5000-10000 头时新增客户量	19
图表 38	公司销售团队人数逐年增长	20
图表 39	2020 年圆环苗预计市场空间测算.....	20
图表 40	主要圆环厂商定价情况(元/头份)	21
图表 41	预计公司未来圆环苗收入(亿元)	21
图表 42	公司 BVD-IBR 产品具有先发优势	21
图表 43	目前获得 H7 亚型禽流感批准文号的生产厂商仅为 8 家.....	22
图表 44	益康生物部分对公司产品线补充品种	22
图表 45	生物制品领域盈利预测 (亿元)	23
图表 46	可比公司估值	23

一、国内兽用生物制品领军企业

1.1 兽用疫苗业务经验丰富

生物股份是国内最大的兽用疫苗生产企业之一，公司成立于 1993 年，于 1999 年在上海证券交易所上市。公司具有丰富的兽用疫苗生产经验，拥有国家唯一的兽用疫苗国家工程实验室，是国内最早攻克疫苗悬浮培养技术生产兽用疫苗的公司，建有国内第一套悬浮培养牛口蹄疫疫苗生产线，并制定了口蹄疫疫苗抗原含量、杂蛋白含量和抗原杂蛋白检测三项行业标准。在我国兽用疫苗领域公司生产工艺大幅领先于同业。

图表1 公司简要发展历程

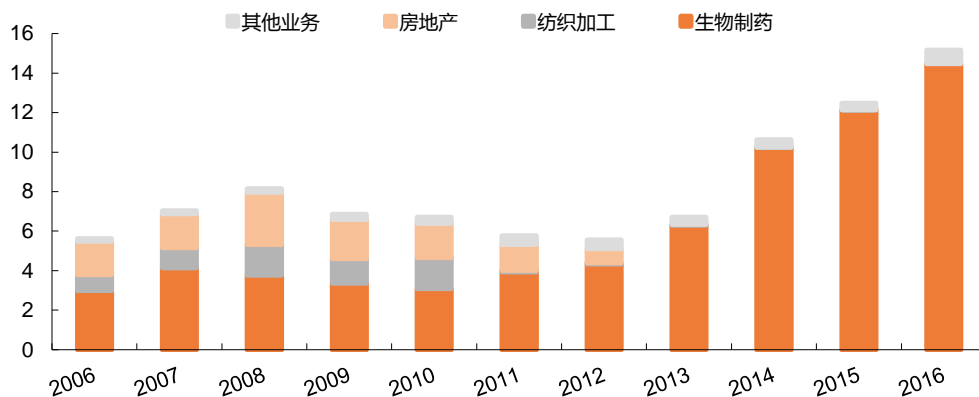
时间	年份
1993	金宇生物技术股份有限公司改组成立。
1998	并购内蒙古第一毛纺织厂和内蒙古生物药品厂
1999	金宇集团股票在上交所上市
2002	生物药品厂 GMP 改造及禽苗、FMD 疫苗等新建项目陆续开工建设；
2003	强毒灭活苗生产车间获农业部 GMP 认证，是国内首家通过农业部 GMP 认证的企业
2007	金宇保灵生物药品有限公司注册成立，购并扬州优邦生物制药有限公司
2008	金宇保灵荣膺“兽用疫苗国家工程实验室”，攻克悬浮培养技术
2009	建成国内第一条悬浮培养牛口蹄疫生产线，发明国内首家定量检测口蹄疫抗原 146S 含量检测技术
2010	完成口蹄疫悬浮培养技术改造，悬浮培养疫苗通过农业部评审，146S 抗原含量专利授权，完成口蹄疫悬浮培养标准制定
2012	悬浮培养和纯化技术对口蹄疫疫苗质量标准进行全面升级，为行业制定了口蹄疫疫苗抗原含量、杂蛋白含量和抗原杂蛋白检测三项新标准；牛口蹄疫三价灭活疫苗和猪口蹄疫二联灭活疫苗获生产文号
2013	牛口蹄疫三价苗取得国家农业部新药证书，与法国诗华签约，引进国际 OIE 布病菌种和生产工艺，确立了市场化国际化目标战略。
2014	加大技术改造，口蹄疫抗原产能翻倍、优邦悬浮培养技术改造完成，通过农业部兽药 GMP 生产线动态验收，国家工程实验室建成投入使用，成为国内首家口蹄疫追溯试点单位。
2015	金宇国际生物科技产业园开工建设，设立研究院和博士后工作站，猪圆环病毒 2 型杆状灭活疫苗(CP08 株)获兽药证书。
2016	BVD-IBR 牛二联苗等四个产品获兽药证书，进入军人用生物制药领域，与普莱柯共同研制重组口蹄疫亚单位疫苗（大肠杆菌源）
2017	成功竞拍辽宁益康生物，丰富公司生物制品产品种类；猪细小病毒灭活疫苗、羊快疫等 4 个品种获得兽药批准文号。

资料来源：公司公告，平安证券研究所。

1.2 营业收入及净利润增长迅速

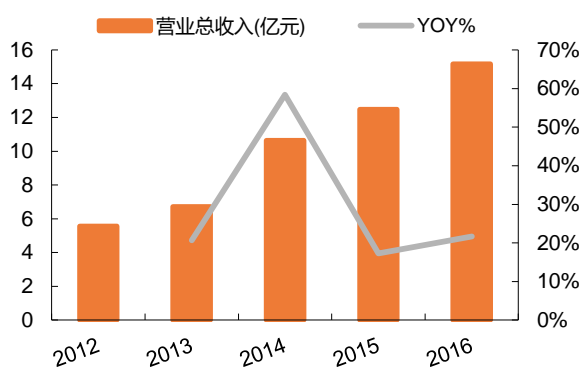
公司发展前期除兽用疫苗业务以外兼有房地产开发，羊绒纺织、房屋及物业管理、能源等业务，公司于 2011 年和 2013 年分别将纺织业务与房地产业务剥离，专注于兽用生物制品业务，兽用疫苗成为公司营收的主要来源。近年来公司通过改进疫苗生产工艺，开拓营销渠道，发展高端客户，实现了营收的快速增长，营业收入由 2012 年 5.56 亿元增长至 2016 年 15.17 亿元，CAGR28.5%，净利润 CAGR 为 49.4%。

图表2 公司营收状况及结构(亿元)



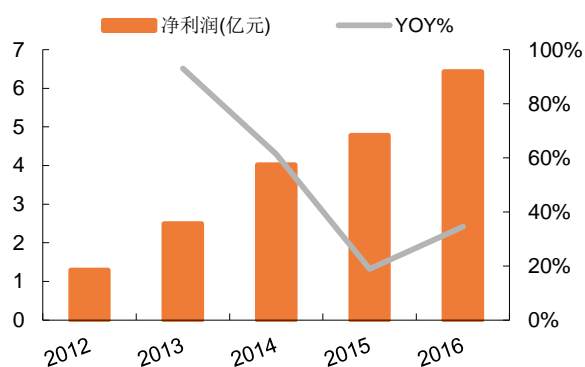
资料来源: wind、平安证券研究所。

图表3 公司近年营收状况及增长率(亿元)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所。

图表4 公司近年利润状况及增长率(亿元)

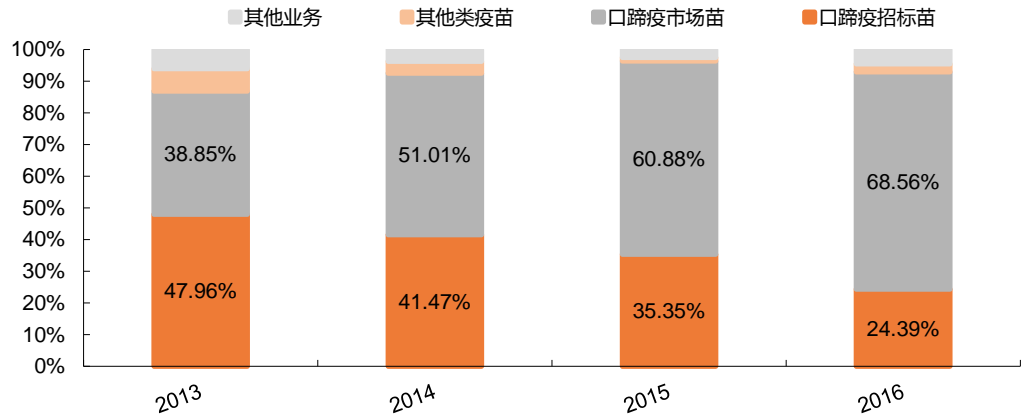


资料来源: 公司公告、平安证券研究所。

1.3 口蹄疫疫苗为公司核心产品

公司生物制品业务由金宇保灵、扬州优邦两家子公司运营。金宇保灵产品为口蹄疫、猪瘟、布病、伪狂犬等畜用疫苗，扬州优邦产品为禽用疫苗及圆环，猪蓝耳、细小病毒疫苗等。公司疫苗产品种类丰富，涵盖猪用、禽用和反刍类动物疫苗，能够覆盖目前市场上畜禽流行的主要病种。其中口蹄疫疫苗是公司的核心产品，2016年口蹄疫市场苗占营收的68.5%，口蹄疫招标苗占公司营收的24.3%，口蹄疫疫苗收入合计占公司营收的90%以上。

图表5 口蹄疫疫苗占公司营收 90%以上



资料来源: wind、平安证券研究所

图表6 公司子公司及对应业务

公司名称	持股比例	业务
金宇保灵生物药品有限公司	100%	口蹄疫灭活疫苗、细胞毒活疫苗、组织毒活疫苗生产销售
扬州优邦生物药品有限公司	100%	细胞毒灭活疫苗研制生产销售、兽药(不含生物制品)销售
内蒙古金宇兽用疫苗国家工程实验室	100%	兽用生物制品研究与开发
内蒙古金宇保灵生物科技研究院	100%	生物技术推广服务、生物技术开发、质检技术服务
JINYU BIOTECHNOLOGY (USA),	60%	疫苗研发业务
内蒙古金宇惠泽农牧业发展有限公司	100%	种植业, 花卉、苗木、农副产品、农机产品、农资产品销售
黄山市黄山区天安伟业置业有限公司	65%	房地产开发及销售, 自有物业管理等
黄山市金禹伟业大酒店有限公司	70%	酒店服务业
内蒙古金堃物业服务有限公司	93%	物业服务、机动车停车场管理等服务
北京动安网络有限公司	100%	互联网信息服务

资料来源: wind、平安证券研究所。

图表7 公司疫苗产品涵盖常见畜禽病种

对象	公司	产品
畜用	金宇保灵	口蹄疫 O 型、亚洲 1 型、A 型三价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+Asial/JSL/ZK/06 株+Re-A/WH/09 株) 口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价灭活疫苗(OJMS 株+JSL 株) 猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(OZK/93 株+OR/80 株) 猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+O/GX/09-7 株) 猪瘟耐热保护剂疫苗(细胞源) 猪瘟活疫苗(兔源) 布氏菌病活疫苗(A19 株)

对象	公司	产品
		布氏菌病活疫苗 (S2 株) 伪狂犬病活疫苗 (Bartha-K61 株) 山羊痘活疫苗 牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联灭活疫苗(NMG 株+LY 株) 猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗(CP08 株) 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗(YZ 株) 猪细小病毒病灭活疫苗 (BJ-2 株) 羊快疫、猝狙、羔羊痢疾、肠毒血症三联四防灭活疫苗 禽多杀性巴氏杆菌并灭活疫苗(1502 株) 禽流感(H9 亚型) 灭活疫苗(NJ01 株) 重组新城疫病毒灭活疫苗(A-VII株) 鸡传染性支气管炎活疫苗(H120 株) 鸡减蛋综合征灭活疫苗(京 911 株)
禽用	扬州优邦	鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征、禽流感 (H9 亚型) 四联灭活疫苗(La Sota 株+M41 株+HS25 株+HZ 株) 鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征三联灭活疫苗(Clone30 株+M41 株+AV127 株) 鸡新城疫、传染性气管炎、禽流感 (H9 亚型) 三联灭活疫苗(La Sota 株 + M41 株 +L 株) 鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗(La Sota 株+H120 株) 鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗(La Sota 株+H52 株) 鸡新城疫、传染性法氏囊病二联灭活疫苗(La Sota 株+HQ 株) 鸡新城疫、减蛋综合征二联灭活疫苗(La Sota 株+京 911 株) 鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型) 二联灭活疫苗(La Sota 株 + JY 株) 鸡新城疫灭活疫苗

资料来源：国家兽药基础信息查询系统，平安证券研究所

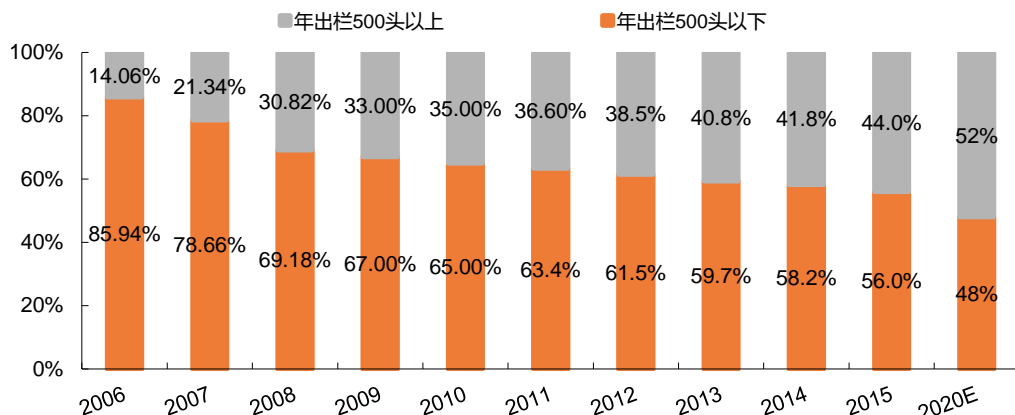
二、动保行业持续景气，口蹄疫疫苗最先受益

从结构性趋势，短期与中长期趋势来看，动保行业逐步进入景气阶段。

2.1 结构性趋势：规模化程度提升疫苗质量要求

2016 年 4 月 18 日农业部《全国生猪生产发展规划(2016-2020 年)》规定到 2020 年出栏 500 头以上规模养殖比重达到 52%，并提出多项政策支持规模化养殖的发展。且从 2015 年起环保政策导致的散养户拆迁使得我国生猪养殖规模化程度提升，未来我国生猪养殖规模化水平将不断提升。

图表8 我国生猪养殖规模化程度提升

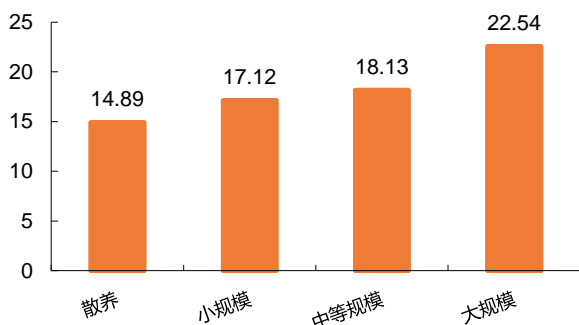


资料来源: wind、平安证券研究所。

规模化养殖户对疫苗价格不敏感: 规模化养殖场防疫费用占比较低, 以温氏和牧原为例, 2016年温氏股份商品猪头均药物及防疫费用约70元, 牧原为106元, 防疫费用占温氏股份商品猪营收比例的为3.3%, 和牧原股份的5.9%, 规模化养殖户对疫苗价格不敏感。

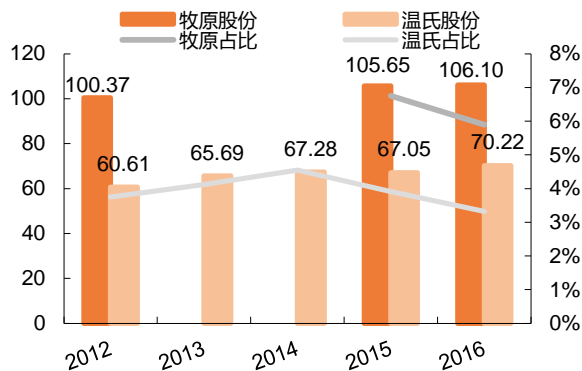
规模化养殖场对疫苗质量更为重视: 规模化畜禽养殖场采取高密度的养殖方式, 发生疫病的几率更大, 而一旦发生口蹄疫和禽流感疫病, 国家对感染口蹄疫、禽流感的病禽病畜采取强制扑杀政策, 养殖场损失巨大。规模化养殖户相比疫苗价格, 对疫苗防疫效果更为重视, 对疫苗质量有更高的要求。

图表9 不同规模养殖场医疗防疫费用(元)



资料来源: 全国农产品成本收益资料汇编、平安证券研究所。

图表10 温氏牧原头均防疫费用及占营收比例



资料来源: wind、平安证券研究所。

图表11 不同规模养殖场疫苗及服务需求分析

规模	销售模式	疫苗品质需求	价格敏感度
超大型养殖场	招标/直销	高端多联多价市场苗, 品质需求最高,	弱
大规模养殖场	直销/经销	高端多联多价市场苗, 品质需求较高	较弱
中等规模养殖场	直销/经销	中高端市场苗, 品质优先, 价格其次	中等
中小型养殖场、散养	终端销售	首先考虑价格其次品质, 市场苗逐步渗透	强

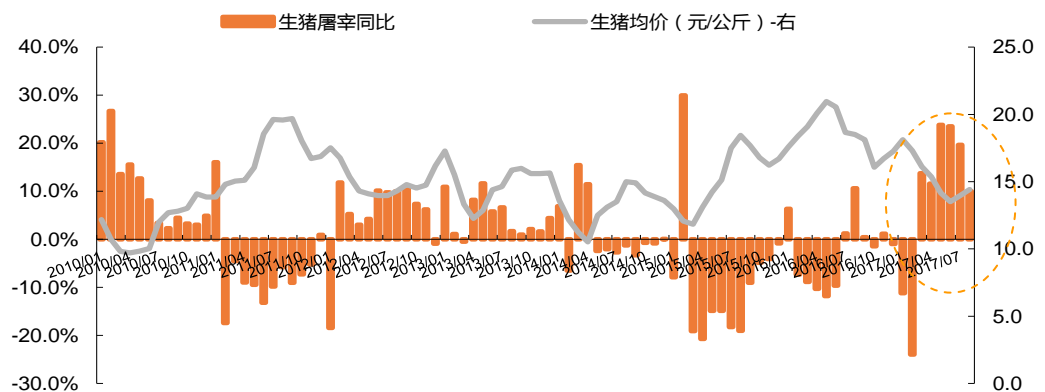
资料来源: wind、中国产业信息网、平安证券研究所。

2.2 短期趋势：预计规模化养殖企业出栏大幅增长

环保拆迁影响预计于 2017 年底消退：我国生猪出栏量在 2014 年达到顶峰 7.35 亿头，此后环保拆迁使得全国生猪出栏从 2015 年初期开始连续下滑了两年，国家统计局发布数据显示，2015 年和 2016 年我国生猪出栏分别减少了 2685 万头和 2323 万头。日前多地地方政府要求在 2017 年底完成养殖场拆迁工作，拆迁政策存栏去化影响预计 2017 年底消退。

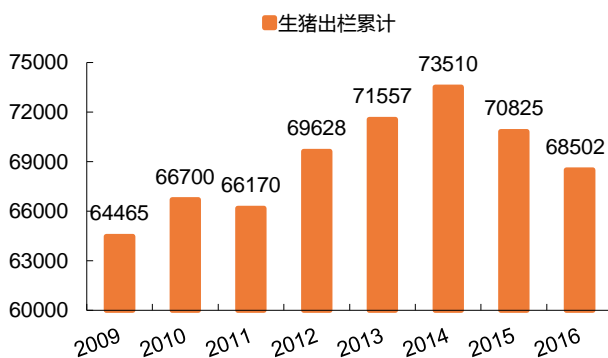
规模化养殖户补栏抵消散户退出：从我们监测的与生猪供给有关的数据来看，目前生猪定点屠宰量同比已连续 6 个月为正，2017 年上半年生猪出栏同比增长 224 万头，2017 年上半年生猪饲料生产量同比增长 10.4%，我们预计规模养殖企业生猪供给可能已抵消散户的退出，当前市场上生猪供给充足。

图表12 生猪定点屠宰量同比连续 6 个月为正值



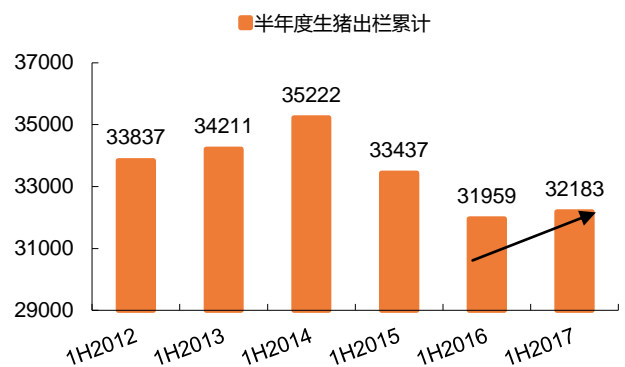
资料来源：农业部、平安证券研究所。

图表13 年度生猪出栏累计值 (单位：万头)



资料来源：Wind、平安证券研究所。

图表14 半年度生猪出栏累计值 (单位：万头)



资料来源：Wind、平安证券研究所。

2017 年规模化养殖场生猪补栏迅速，我们统计的 19 家出栏万头以上的规模化养殖企业 2017 年出栏预计同比增长 43%，规模化养殖场生猪出栏量的快速增长会带来对应疫苗需求的增加，疫苗产品覆盖规模化养殖厂的兽用疫苗生产企业将直接受益。

图表15 规模化养殖户 2017 年预计出栏快速增长

企业	2016 出栏 (万头)	2017 年预计出栏 (万头)	2017YOY%
温氏股份	1712.73	1884	10%
正大集团	500	700	40%
中粮肉食	171	233	36%
牧原股份	311.4	800	157%
雏鹰农牧	247.91	360	45%
正邦科技	226.45	350	55%
天津宝迪	200	300	50%
广西扬翔	120	150	25%
新希望六和	116	250	115%
金新农	33	40	21%
天邦集团	58.01	100	72%
大北农	40	100	150%
海大集团	30	50	67%
天康生物	6.8	45	562%
龙大肉食	27.5	34	24%
唐人神	20	60	200%
罗牛山	20	30	50%
新五丰	44.67	55	23%
铁骑力士	20	30	50%
合计	3905	5571	43%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

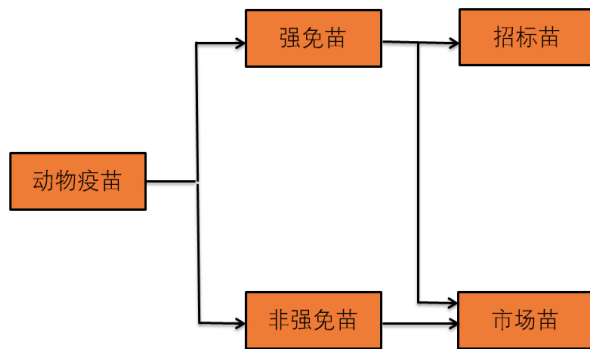
2.3 长期趋势：直补政策打开市场苗发展空间

长期趋势来看，我们认为先打后补，财政直补政策能够打开兽用市场疫苗的增长空间。

我国现行的疫苗销售体系分为国家强制免疫计划所需疫病疫苗和非国家强制免疫计划用疫病疫苗。

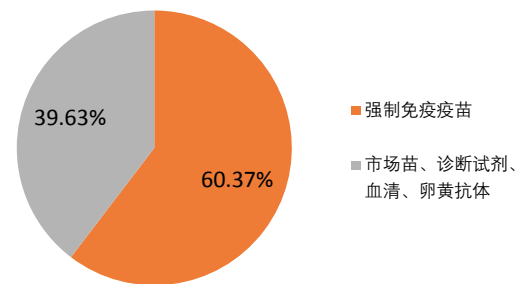
- 国家强制免疫疫苗：农业部指定的生产企业只能将国家强制免疫用生物制品销售给省级人民政府兽医行政管理部门(招标苗)和符合条件的养殖场(市场苗)，不得向其他单位和个人销售。
- 非国家强制免疫疫苗：兽用生物制品生产企业可以将本企业生产的非国家强制免疫用生物制品直接销售给使用者，也可以委托经销商销售(均为市场苗)。

图表16 兽用疫苗分类



资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所。

图表17 兽用疫苗按是否强制免疫分类占比%



资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所。

招标规则使得强免疫苗质量下降。在强制免疫疫苗招标体制下，疫苗价格是在农业部指导价格下，由各地区兽医部门组织定点生产企业进行招标决定，各地区最终招标价格受到各地招标标准、竞标企业数量等因素影响。近年来定点生产企业逐年增加、价格竞争加剧导致招标疫苗价格大幅低于指导价格，普遍较低的定价标准下，招标疫苗的品质如有效抗原含量、副作用等都大幅劣于同类疫苗的市场苗产品，使用劣质的招标强制免疫疫苗发生疫病的风险有时会更大。

图表18 以口蹄疫疫苗为例，市场苗防疫效果优于招标苗

口蹄疫疫苗	有效抗原含量	副作用	价格（元/毫升）	渗透率
政府苗	1ml/ug，效力较低	杂蛋白较高	0.4-0.5	大于 90%
市场苗	5ml/ug，效力高	毒性小，杂蛋白较低	4-5	小于 20%

资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所。

直补政策打开疫苗动保行业发展空间：农业部、财政部于 2016 年 7 月 22 日发布《财政部关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》。自 2017 年 1 月 1 日开始，对强制免疫政策的主要调整有三方面：1、猪瘟、高致病性猪蓝耳病将停止实施国家强制免疫政策；2、布病、包虫病纳入重疫区省份强制免疫范围；3、**调整强免疫苗的采购和补助方式，对符合条件的养殖户实行“先打后补”，逐步实现养殖场户自主采购、财政直补。**

先打后补政策即，由政府规定的规模化程度以上的养殖场实行自主采购疫苗，自行开展免疫抗体检测，接种后达到国家要求的防疫标准后，由政府对规模养殖场的强制免疫疫苗进行补贴，而对政府规定的规模程度以下的养殖场继续实行强制免疫疫苗招标发放政策。

中长期来看，直补政策将调动养殖户自主选择优质疫苗的积极性，推动相关产品优胜劣汰，产品优质的市场苗将逐步替代低价质量差的政府招标苗，拥有优质产品，注重研发的大企业将更有竞争力。同种疫病市场苗价格是招标苗价格的 10 倍左右，财政直补政策取消及猪瘟、蓝耳取消招标将直接打开动物疫苗行业的发展空间。

图表19 政策实施前后规模养殖户防疫行为变化

规模	年均出栏量	政策实施前	政策实施后
超大型	大于 10000 头	使用市场苗	使用更高端的市场苗
大型	3000-10000 头	前端以市场苗为主，后端多领取招标苗	领取补贴使用市场苗
中型	1000-3000 头	多领取招标苗	养户倾向于使用市场苗

规模	年均出栏量	政策实施前	政策实施后
小型	小于 1000 头	领取免费招标苗	领取免费招标苗

资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所。

2.4 口蹄疫市场苗最先受益于动保行业景气

口蹄疫是猪、牛、羊等主要家畜和其它家养、野生偶蹄动物共患的一种急性、热性、高度接触性传染病，易感动物达 70 多种，临床特征是在口腔黏膜、蹄部和乳房皮肤发生水疱性疹，恶性口蹄疫致死率可达 50%，该病传播途径多、速度快，曾多次在世界范围内暴发流行，造成巨大政治、经济损失，世界动物卫生组织(OIE)将其列为 A 类传染病之首。我国的国家中长期动物疫病防治规划(2012—2020 年)中将口蹄疫列为优先防治和重点防范的动物疫病中的一类动物疫病。其中优先防治的口蹄疫疫病为 A 型、亚洲 I 型、O 型三类，是目前我国较为流行口蹄疫疫病种类。

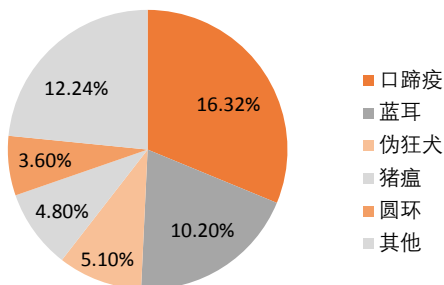
口蹄疫疫病是我国最大动物疫病品种，市场集中度高：青麦研究预计 2017 年我国生猪疫苗市场规模结构中，前五位分别为口蹄疫、蓝耳、圆环、伪狂犬、腹泻，其中口蹄疫疫苗市场规模占比第一，达 35.33%。

图表20 优先防治和重点防范的动物疫病

优先防治的国内动物疫病(16种)	一类动物疫病(5种)：口蹄疫(A型、亚洲I型、O型)、高致病性禽流感、高致病性猪蓝耳病、猪瘟、新城疫。 二类动物疫病(11种)：布鲁氏菌病、奶牛结核病、狂犬病、血吸虫病、包虫病、马鼻疽、马传染性贫血、沙门氏菌病、禽白血病、猪伪狂犬病、猪繁殖与呼吸综合征(经典猪蓝耳病)。
重点防范的外来动物疫病(13种)	一类动物疫病(9种)：牛海绵状脑病、非洲猪瘟、绵羊痒病、小反刍兽疫、牛传染性胸膜肺炎、口蹄疫(C型、SAT1型、SAT2型、SAT3型)、猪水泡病、非洲马瘟、H7亚型禽流感。 未纳入病种分类名录、但传入风险增加的动物疫病(4种)：水泡性口炎、尼帕病、西尼罗河热、裂谷热。

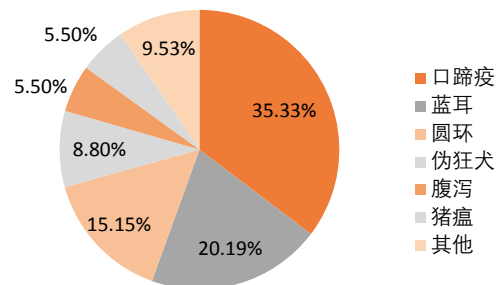
资料来源：国家中长期动物疫病防治规划(2012—2020年)、平安证券研究所。

图表21 2013年中国生猪疫苗市场结构



资料来源：青麦研究、平安证券研究所。

图表22 2017年预计中国生猪疫苗市场预计结构



资料来源：青麦研究、平安证券研究所。

口蹄疫疫苗原以政府招标为主，因市场苗防疫效果更优和大规模养殖户防疫意识的增长，近年来口蹄疫市场苗渗透率及规模快速提升，但覆盖率仍处于相对低位，仅 15%左右。截至 2016 年底我国口蹄疫市场苗规模约为 17.5 亿元。

图表23 2016 年口蹄疫市场苗预计市场空间测算

免疫动物	数量(亿头)	免疫头份数	免疫覆盖率	出厂单价(元/头份)	预计规模(亿元)
生猪出栏	6.85	1.5	15%	6	9.2
能繁母猪存栏	0.37	2.5	20%	8	1.5
肉牛出栏	0.5	2.5	5%	15	0.9
奶牛存栏	0.14	2.5	5%	15	0.3
羊出栏	3	2.5	5%	15	5.6
总和					17.55

资料来源: wind、平安证券研究所。

预计至 2020 年口蹄疫市场苗规模可达约 53 亿元，增长潜力大：在直补政策打开市场苗增长空间，规模化养殖户扩张加速，规模化程度提升，环保拆迁政策影响预计消退，以及养殖户防疫意识逐步提升的背景下，高品质口蹄疫市场苗渗透率有望进一步扩张。我们假设 2020 年口蹄疫市场苗在生猪，能繁母猪，肉牛，奶牛，羊的渗透率达到 45%，40%，30%，30%，10%，预计至 2020 年口蹄疫市场苗规模能够增至 53 亿元，是目前口蹄疫市场苗规模的 3 倍左右，2016-2020 年 CAGR 约为 32%。

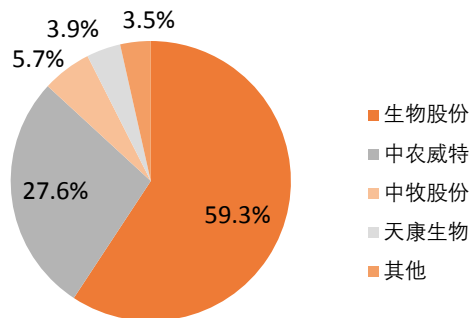
图表24 2020 年口蹄疫市场苗预计市场空间测算

免疫动物	数量(亿头)	免疫头份数	免疫覆盖率	出厂单价(元/头份)	预计规模(亿元)
生猪出栏	7.5	1.5	45%	6	30.4
能繁母猪存栏	0.4	2.5	40%	8	3.2
肉牛出栏	0.54	2.5	30%	15	6.1
奶牛存栏	0.2	2.5	30%	15	2.3
羊出栏	3	2.5	10%	15	11.3
总和					53.15

资料来源: wind、平安证券研究所。

口蹄疫疫苗行业市场集中度较高：口蹄疫市场苗领域，龙头占有绝大多数的份额。生物股份是口蹄疫市场苗龙头企业，占整体口蹄疫疫苗市场(招标苗+市场苗)约 35.1%，占口蹄疫市场苗规模约 59.3%。目前口蹄疫疫苗生产厂商仅有 8 家，分别是：生物股份、中牧股份（兰州、保山厂）、天康生物、中农威特、必威安泰、申联生物与海利生物。

图表25 口蹄疫市场苗竞争格局



资料来源: wind、平安证券研究所。

口蹄疫疫苗行业壁垒即兽用生物制品行业壁垒，包括技术、品牌、管理、行政准入、资本、生产资质等。其中生产资质壁垒和技术壁垒较难被打破：

2016年11月农业部兽医局发布《口蹄疫、高致病性禽流感疫苗生产企业设置规划》，要求取得新兽药注册证书的口蹄疫、高致病性禽流感新疫苗，其安全性和有效性在不低于现有疫苗基础上，安全性或有效性应明显优于现有疫苗，否则不予新兽药注册。

在口蹄疫疫苗市场集中度较高，大型生产厂商工艺较为成熟的背景下，行业外部进入者很难将生产工艺和产品质量提升至超越现有的水平，这客观上限制了国内潜在口蹄疫市场苗的新进入者，预计口蹄疫疫苗市场竞争格局将保持稳定。

图表26 口蹄疫疫苗行业壁垒



资料来源：平安证券研究所。

三、口蹄疫龙头持续，多品类疫苗布局

3.1 先进生产工艺及规模化养殖户占有铸就宽广护城河

悬浮培养技术推动疫苗行业升级：我国兽用疫苗原以转瓶培养技术生产，成本较高，且产品效力，均一性，安全性等方面不可控。公司于2008年在我国率先攻克了兽用疫苗悬浮培养技术，在2009年建成国内第一条悬浮培养牛口蹄疫生产线，发明国内首家定量检测口蹄疫抗原146S含量检测技术推动了产业进步。公司疫苗关键技术指标完全与国际标准（世界动物卫生组织-OIE）标准接轨，多年来在进行疫苗工业化大生产的同时不断改进疫苗产品生产工艺，产品效力，均一性，安全性等疫苗指标均大幅提升。

疫苗防疫效力大幅优于同业：广东省动物疫病预防控制中心公布的2013年广东省禽猪招标苗效价数据显示，公司口蹄疫O型疫苗免疫试验全期平均抗体合格率为97.37%，第二名、第三名仅为65%和50%。养殖户普遍反映金宇口蹄疫市场苗保护率达到90%以上，远高于国内其他厂家，且质量稳定。

规模效应提升运营效力：悬浮培养技术原料使用较少且较传统工艺节省50%的劳动力，可进行大规模，低成本的疫苗生产。随疫苗生产量的逐步提高，公司规模效应逐步显现，毛利率逐年上升，由2012年64.98%增长至2016年78.31%，公司ROE及ROIC水平逐年提高，目前已高于同业水平。

图表27 公司悬浮培养技术发展历程

2008	攻克了悬浮培养规模化生产工艺和相关设备、自动化控制系统的开发制造
2009	建成国内第一条悬浮培养牛口蹄疫生产线，发明国内首家定量检测口蹄疫抗原 146S 含量检测技术
2010	完成口蹄疫悬浮培养技术改造，悬浮培养疫苗通过农业部评审，146S 抗原含量专利权，完成口蹄疫悬浮培养标准制定
2012	悬浮培养和纯化技术对传统口蹄疫疫苗质量标准进行全面升级，为行业制定了口蹄疫疫苗抗原含量、杂蛋白含量和抗原杂蛋白检测三项新标准；牛口蹄疫三价灭活疫苗和猪口蹄疫二联灭活疫苗获得生产文号
2013	悬浮培养牛口蹄疫三价苗获得国家农业部新药证书
2014	加大技术改造，口蹄疫抗原产能翻倍、优邦悬浮培养技术改造完成

资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表28 悬浮培养与转瓶培养对比

	悬浮培养疫苗	传统灭活疫苗
设备与自动化程度	全封闭、管道化、连续流、 全程自动控制	半开放、多断点、人工操作、作坊式生产
安全性	几乎无注射反应	偶尔有注射反应
均一性	培养容器体积大，批间间差小，产品 均一性好	转瓶培养，后续混合，存在批间差，均一性不好
产品效力	稳定可控	不稳定
抗原纯化	终端产品中 146S 有效抗原蛋白含量高 ，非抗原蛋白含量 1-1.8mg/ml	终端产品中含有大量的杂蛋白，非抗原蛋白含量 9-15mg/ml
抗原含量测定	用 146S 有效抗原含量确定疫苗的配苗比例	用传统的 TCID50\LD50 测定病毒含量
毒素含量	控制在 10EU 以下	不可控
培养方式	悬浮培养	转瓶培养

资料来源：公司官网，平安证券研究所

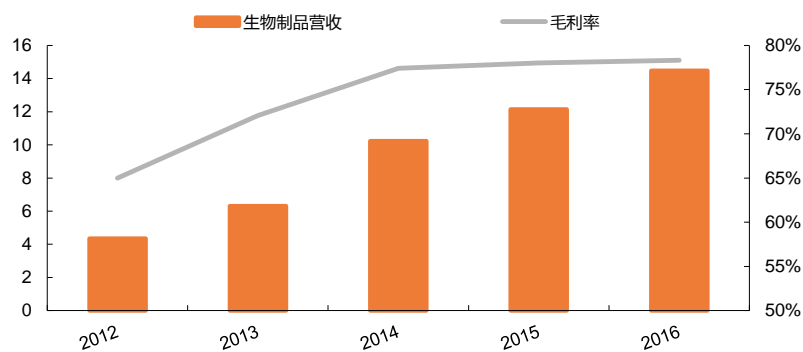
图表29 公司悬浮培养纯化口蹄疫疫苗特点

独特的悬浮培养技术	该技术使细胞的悬浮密度更高(3 - 5x106/ml,远大于单层细胞培养的 106/ml),病毒在细胞内的拷贝数更高，达到国外同类企业的相应技术指标 (146s 不低于 4ug/ml,高于单层细胞培养 10 倍以上)。对病毒培养液稀释 10—20 倍仍能达到国外同等抗原水平，形成自然浓缩抗原，即便于储存， 降低了生产成本。
独特的 CTF 纯化技术	该技术达到了高质高效的纯化效果， 抗原损失仅为 10-15%，细胞蛋白去除 60% 以上。
副反应发生率低。	由于抗原得到有效纯化，同时 10 倍以上的稀释使用造成 过敏反应的杂蛋白含量进一步减少 ，且使用法国 Seppic 公司 Montanide ISA206 佐剂， 使热反应和过敏反应大幅降低
独特的质控技术	该技术采用国际最新的 146S 测定技术准确定量抗原，使得 疫苗批次间的差异最小化 (M Harmsen et al, Cyprus, 2006, Musa Alkan et al, 14-17 Oct,2008,Erice, Italy)。目前国内采用生物学定量法，受毒株活力差异和生物体敏感性不同等方面的影响，难以体现有效抗原含量，因此难以达到疫苗的 稳定效力。

从根本上去除了污染因素。	从原材料投入到产品产出完全管道化、自动化，从根本上排除污染因素，这是传统单层细胞培养技术绝对无法达到的。
疫苗的高效力得到保障	由于疫苗抗原的纯化使得抗原位点得以充分暴露，使杂质蛋白对免疫的影响降至最低。由于疫苗抗原含量的可控性，可随时根据实际情况调整抗原有效含量。根据最新报道，抗原含量的提高可使机体较早产生应答，并可有效覆盖更多的流行变异株（K.E. Brehm et al 14-17 Oct,2008, Erice,Italy）。

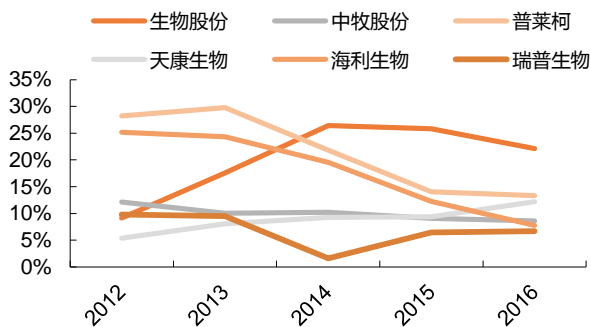
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表30 公司近年营收及毛利率快速增长(单位：亿元)



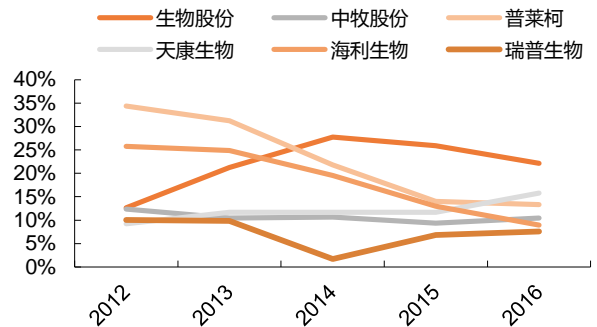
资料来源：公司公告、平安证券研究所。

图表31 公司 ROE 高于同业%



资料来源：公司公告、平安证券研究所。

图表32 公司 ROIC 高于同业%



资料来源：公司公告、平安证券研究所。

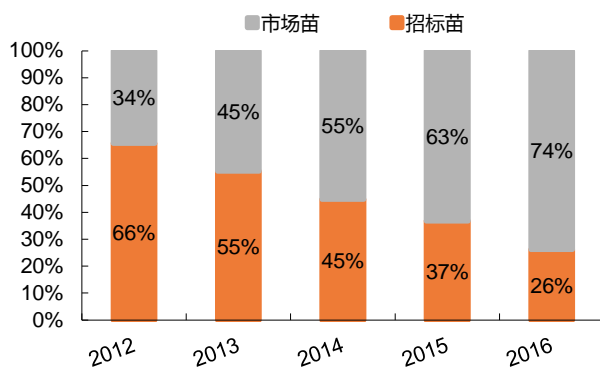
开拓直销业务，打开市场苗成长空间：公司原以招标苗销售为主，从 2010 年起逐步建设了非政府采购招标的完全市场化运营的销售团队，是我国最早采用直销方式销售强制免疫疫苗的企业。凭借产品的高质量，对直销苗业务的较早布局，以及在营销过程中不断对养殖户提供配到服务，公司增强客户黏性，公司占有了大量规模化养殖户客户。截止 2016 年底公司共有 4000 余户出栏在 10000 头以上的超大型规模养殖户，渗透率处于行业第一位，公司口蹄疫市场苗在直销放量及养殖场口碑的带动下实现了快速增长，2016 年口蹄疫市场苗营收 10.4 亿元，2012-2016 年 CAGR 为 62.5%。

图表33 公司近年来直销布局

2010	逐步建设非政府采购招标的、独立的、完全市场化运营的销售体制与团队，加强市场推广，以技术服务为主要手段，形成专业化的营销模式。
2012	针对规模化、集约化养殖场组建营销队伍，构筑直销网络，服务养殖企业，组建营销队伍、建设销售网络，启动点对点的直销和售后服务工作。
2013	大力发展市场直销模式，通过建立面向规模化养殖场的专职营销团队，深入养殖场，加强技术服务
2014	采用符合客户需要、足够差异化、与销售渠道相匹配、有较高毛利率的口蹄疫疫苗产品为核心的单品牌战略
2015	在加大技术服务投入的基础上，增加猪瘟、猪圆环、伪狂犬等免疫抑制病抗体与抗原检测等服务内容，提升技术服务质量。通过市场调研建立大数据分析，针对不同的规模化养殖场制定不同的技术服务方案，满足不同养殖场对技术服务的需求。增强公司疫苗销售过程中技术服务的占比。
2016	政府苗招采苗销售团队融合，技术服务团队深入养殖场了解需求，在差异化服务基础上定期为规模客户提供免疫效果监测及病原检测服务

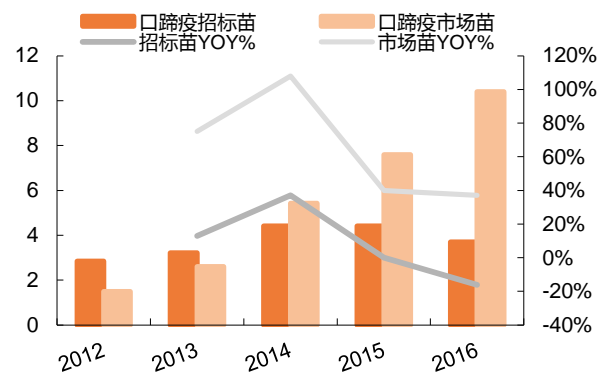
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 口蹄疫招标苗及市场苗占比



资料来源：公司公告、平安证券研究所。

图表35 口蹄疫市场苗营收快速增长(亿元)



资料来源：公司公告、平安证券研究所。

3.2 毒株垄断、渠道下沉保障未来发展

我们认为公司未来在毒株垄断，渠道下沉方面的优势能够支撑公司口蹄疫市场苗达到行业增长率 32% 左右的水平：

O 型口蹄疫主流毒株全面占有，A 型 Re-A/WH/09 毒株垄断优势：与疫情同源性越强的毒株防疫效果越好，目前与口蹄疫疫情同源性最接近的毒株为：O 型毒株 O/MYA98/BY/2010 株，OZK/93 株，OJMS 株，A 型 Re-A/WH/09 株，I 型 JSL 株，公司占有目前流行的全部流行 O 型毒株类。A 型毒株 Re-A/WH/09 株为兰州兽医研究所独家授权公司与中威农特使用，市面上仅有公司和中农威特能够生产含有 A 型 Re-A/WH/09 毒株的口蹄疫 O-A-I 三价灭活疫苗，公司在此毒株上具有垄断性。

图表36 A型口蹄疫近年来在我国开始流行



资料来源：新牧网，平安证券研究所。

渠道下沉：2016年末公司客户已覆盖全国4000家出栏量1万头以上的大规模养殖户，在牧原、温氏等超大型养殖场的疫苗渗透率已经达到了60%-70%，市场苗渗透率在行业内处于第一位。公司未来战略是在维持出栏1万头客户的基础上将客户下沉至5000-10000头出栏规模。2017年上半年公司已新增约1000户出栏5000-10000头规模化客户，渠道下沉及开拓已有所成效。由于此类中型养殖户在选择疫苗时多效仿大型养殖户使用的品牌，公司在出栏10000头养殖户中的高渗透率和产品的优质口碑使得公司能够较为容易地向中小型养殖户渗透。

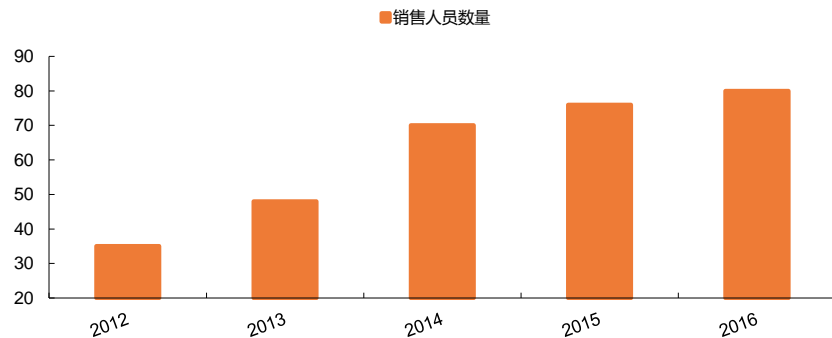
图表37 客户规模下降至5000-10000头时新增客户量

出栏头数	2012	2013	2014	2015
1-49	51898933	49402542	46889657	44065927
50-99	1726108	1619877	1571123	1479624
100-499	817834	827262	810448	758834
500-999	167762	175652	175213	174075
1000-2999	63509	65369	66466	65171
3000-4999	12880	13355	13672	13404
5000-9999	6855	7137	7304	7281
10000-49999	4364	4567	4526	4388
50000以上	187	202	226	261

资料来源：全国农产品成本收益资料汇编、平安证券研究所。

公司正逐步扩充销售范围和销售人员。地域扩展方面，公司由广东、广西、福建等地的部分养殖场客户，逐步开拓至河南、山东、湖北、浙江、安徽等多个新市场，销售人员方面，核心销售人员已由2012年35人升至2017年80人，此外公司于2017年4月公布限制性激励计划草案，对中层管理人员及核心技术（业务）人员共计217人授予限制性股票2350万股，占总股本的3.83%，将销售人员与公司利益绑定。

图表38 公司销售团队人数逐年增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所。

3.3 圆环产品上半年销售爆发，BVD-IBR 增长潜力大

猪圆环病毒（PCV）是迄今发现的最小的动物病毒，有 PCV1 和 PCV2 两种血清，其中 PCV2 为致病性的病毒，PCV2 及其相关的猪病，死亡率为 10%~30%不等，较严重的猪场在暴发本病时死淘率高达 40%，给养猪业造成严重的经济损失。

目前在国内市场上，拥有猪圆环疫苗生产批号的企业多达 32 家以上，其中国外厂商勃林格圆环疫苗市场占有率最高，约 50%，勃林格圆环苗价格最高，为 29 元每头份。国内厂商瓜分剩余 50%的圆环疫苗市场，产品价格低，竞争激烈。国内厂商目前正提升圆环疫苗的生产工艺，疫苗产品效力正逐步向勃林格靠近，同时价格仅为勃林格价格的一半左右，未来低价优质的圆环疫苗预计逐步下沉至中型养殖场，并有效替代价格最高的勃林格圆环苗产品。预计随着规模化养殖户扩产和养殖户防疫意识的增强，圆环苗覆盖率未来将有较大提升空间，按单头份 10 元，2020 年生猪覆盖率 30%计算，2020 年圆环市场苗规模可达约 24.1 亿元。

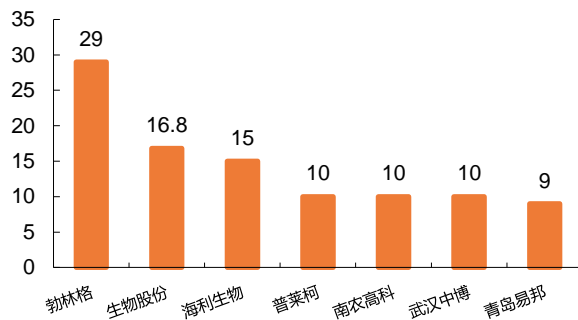
图表39 2020 年圆环苗预计市场空间测算

免疫动物	数量(亿头)	免疫头份数	免疫覆盖率	出厂单价(元/头份)	预计规模(亿元)
生猪出栏	7.5	1	30%	10	22.5
能繁母猪存栏	0.4	1	40%	10	1.6
总计					24.1

资料来源：wind、平安证券研究所。

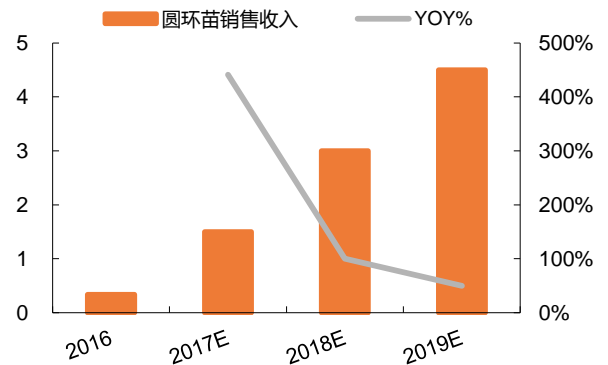
公司圆环产品圆立优（猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗（CP08 株））于 2016 年 4 月 29 日上市，产品病毒含量高、杂蛋白含量低、免疫持续期长，多项指标已达国际水平，实际免疫效力已与市场最高端圆环苗勃林格效力相当。产品 2016 年上市当年即实现销售收入 3400 万元，2017 年上半年圆立优营收实现爆发式增长，销售收入约 5000 万元，预计 2017 年全年圆环苗实现销售收入 1 亿元。

图表40 主要圆环厂商定价情况(元/头份)



资料来源: wind、公司公告、平安证券研究所。

图表41 预计公司未来圆环苗收入(亿元)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所。

此外公司于 2016 年上市的 BVD-IBR 与未来预计上市的布病产品预计成为公司潜力品种:

BVD-IBR: 即牛病毒性腹泻/黏膜病(BVD)、传染性鼻气管炎 (IBR) 两种病症的联苗产品, 国内目前有牛病毒性腹泻/黏膜病疫苗批准文号的公司仅两家, 具有传染性鼻气管炎批准文号的仅公司一家。公司 BVD-IBR 牛二联苗具有先发优势, 于 2016 年年底上市, 2017 年上半年实现销售收入 500 万元, 下半年疫病高发的背景下, 全年营收预计约 2000 万元。

图表42 公司 BVD-IBR 产品具有先发优势

企业名称	通用名	批准日期
扬州优邦	牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联灭活疫苗 (NMG 株+LY 株)	20160829
华威特	牛病毒性腹泻/黏膜病灭活疫苗 (1 型, NM01 株)	20170615

资料来源: wind、平安证券研究所。

布病: 布病是由布鲁氏杆菌引起的传染病, 羊在国内为主要传染源, 其次为牛和猪。公司 2013 年与法国诗华签约, 引进国际 OIE 布病菌种和生产工艺, 诗华公司向金宇保灵交付针对布鲁氏杆菌病的 Brucellamelitensis Rev 1 株滴眼型疫苗 (REV 1) 以及 Brucellaabortus S-19 株滴眼型疫苗 (B19) 产品相关的生物材料和技术, 公司具有国际生产工艺的布鲁氏杆菌疫苗 (REV1 株) 产品预计 2018 年底推向市场。

3.4 成功竞拍辽宁益康, 公司产品线日趋丰富

2017 年 7 月 10 日, 公司成功竞拍辽宁益康生物股份有限公司 1400 万股股权转让和 4000 万股增资扩股项目, 成为益康生物第一大股东。益康生物产品涵盖禽用、猪用、反刍类和宠物等近 60 个生产文号, 丰富的产品线可以补充公司产品品类短板, 双方可以通过品种互补、工艺提升、渠道嫁接和客户共享的协同优势, 快速提升公司市场竞争力和可持续发展能力。

切入禽类招采苗领域: 农业部部署 2017 年秋季统一使用重组禽流感病毒(H5+H7)二价灭活疫苗 (H5N1 Re-8 株+H7N9 H7-Re1 株)进行免疫, 益康生物是国内目前获得 H7 亚型禽流感疫苗生产种毒的 8 家企业之一, 公司通过收购辽宁益康得到了生产禽流感招采苗的资格, 成功切入禽流感招采苗领域。公司未来可利用先进生产工艺对辽宁益康生产线进行全面升级, 提升疫苗品质, 从而提升价格, 增强辽宁益康的盈利能力, 通过推出高品质禽流感市场苗产品, 复制公司口蹄疫市场苗的成功经验。

图表43 目前获得 H7 亚型禽流感批准文号的生产厂商仅为 8 家

公司	批准日期
青岛易邦生物工程有限公司	20170623
哈尔滨维科生物技术开发公司	20170623
肇庆大华农生物药品有限公司	20170629
乾元浩生物股份有限公司郑州生物药厂	20170629
哈药集团生物疫苗有限公司	20170629
辽宁益康生物股份有限公司	20170710
广东永顺生物制药股份有限公司	20170710
南京梅里亚动物保健有限公司	20170814

资料来源：国家兽药基础信息查询系统、平安证券研究所。

图表44 益康生物部分对公司产品线补充品种

种类	产品
猪用	仔猪大肠杆菌基因工程苗
	仔猪副伤寒（沙门菌）活疫苗
	猪多杀性巴氏杆菌病活疫苗
	仔猪水肿（大肠杆菌）灭活苗
	ST 猪瘟
反刍类	猪细小病毒灭活疫苗
	羊快疫、猝狙、羔羊痢疾、肠毒血症三联四防灭活疫苗
	牛多杀性巴氏杆菌灭活疫苗
	鸭病毒性肝炎抗
禽类	小鹅瘟活疫苗(G)
	鸭瘟活疫苗
	山羊痘
宠物疫苗	高致病性禽流感 H5+H7 二价苗
	狂犬病灭活疫苗

资料来源：国家兽药基础信息查询系统、平安证券研究所。

四、盈利预测

我们预计公司未来营收将在直补政策和规模化养殖户扩张的背景下实现快速增长，核心假设如下：

（1）口蹄疫市场苗逐步扩容，核心假设公司口蹄疫市场苗产品以不低于我们测算的口蹄疫市场苗 32% 的市场增速增长，结合公司 2016 年口蹄疫市场苗营收数据，预计公司口蹄疫市场苗产品 2017-2019 年实现增速 38%，35%，33%。

（2）口蹄疫招标苗在预计政府逐步退出招采的背景下逐步收缩，假设未来三年年均下降 5%。

(3) 圆环与 BVD-IBR 新品有较大增长潜力, 预计 2018-2019 年营收分别同比增长 100%和 50%。

估值方面, 选取瑞普生物, 普莱柯, 天康生物, 中牧股份, 海利生物作为可比公司, 得到 2017-2019 年同行业公司平均 PE 为 36/25/19 倍, 公司对应估值水平分别为 25/20/15 倍 PE, 公司股价低于行业平均水平。我们预计公司 2017-2019 年实现净利润 8.4 亿元, 10.8 亿元, 13.8 亿元, 对应 EPS 分别为 1.30, 1.68, 2.16 元, 首次覆盖给予“推荐”评级。

图表45 生物制品领域盈利预测 (亿元)

	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	15.17	19.87	26.00	33.51
YOY%	21.65%	30.98%	30.84%	28.91%
生物制药	14.48	19.11	25.16	32.59
YOY%	19.28%	31.98%	31.67%	29.53%
口蹄疫招标苗:	3.70	3.52	3.34	3.17
YOY%	-16.08%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
口蹄疫市场苗:	10.40	14.35	19.38	25.77
YOY%	37.00%	38.00%	35.00%	33.00%
圆环苗:	0.34	1.00	2.00	3.00
YOY%		194%	100%	50%
BVD-IBR(牛二联)		0.20	0.40	0.60
YOY%			100%	50%
其他疫苗	0.4	0.04	0.05	0.05
YOY%		10%	10%	10%
毛利率	78.31%	79.20%	79.60%	80.00%

资料来源: wind、平安证券研究所。

图表46 可比公司估值

证券简称	收盘价 (元)	EPS(元/股)(wind 一致预期)			PE		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
瑞普生物	13.51	0.41	0.55	0.68	32.8	24.8	20.0
普莱柯	21.95	0.68	0.99	1.32	32.0	22.1	16.6
天康生物	8.19	0.46	0.55	0.63	18.0	14.9	12.9
中牧股份	19.74	0.87	1.08	1.40	22.7	18.3	14.1
海利生物	13.28	0.18	0.30	0.44	72.1	43.6	30.0
平均					35.5	24.7	18.7
生物股份	33.16	1.32	1.67	2.07	25.4	19.7	15.4

资料来源: WIND、平安证券研究所。

五、 风险提示

- (1) 口蹄疫市场苗销量低于预期的风险;
- (2) 圆环、BVD-IBR 新品销量低于预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3220	3582	4108	4825
现金	2401	2486	2897	3255
应收账款	263	407	470	661
其他应收款	16	14	25	26
预付账款	10	18	18	29
存货	229	354	389	545
其他流动资产	302	303	309	311
非流动资产	1127	1419	1761	2140
长期投资	153	206	260	315
固定资产	381	552	745	959
无形资产	270	306	350	403
其他非流动资产	324	355	405	463
资产总计	4348	5001	5869	6965
流动负债	503	597	699	831
短期借款	0	0	0	0
应付账款	195	296	330	457
其他流动负债	308	301	369	374
非流动负债	92	95	96	96
长期借款	0	3	4	4
其他非流动负债	92	92	92	92
负债合计	595	692	795	927
少数股东权益	3	-1	-5	-11
股本	613	642	642	642
资本公积	1245	1245	1245	1245
留存收益	1924	2449	3112	3902
归属母公司股东权益	3749	4309	5079	6049
负债和股东权益	4348	5001	5869	6965

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	756	674	1125	1261
净利润	643	834	1075	1379
折旧摊销	59	62	92	128
财务费用	-15	-13	-14	-1
投资损失	-18	-28	-14	-17
营运资金变动	53	-182	-14	-228
其他经营现金流	34	0	0	0
投资活动现金流	-383	-326	-420	-490
资本支出	134	238	288	325
长期投资	-50	-54	-54	-55
其他投资现金流	-299	-142	-186	-220
筹资活动现金流	998	-262	-295	-413
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	3	1	0
普通股增加	40	29	0	0
资本公积增加	1195	0	0	0
其他筹资现金流	-238	-294	-295	-413
现金净增加额	1371	86	411	358

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1517	1987	2600	3351
营业成本	337	435	555	698
营业税金及附加	12	15	19	24
营业费用	235	308	404	522
管理费用	179	236	312	403
财务费用	-15	-13	-14	-1
资产减值损失	15	24	34	43
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	18	28	14	17
营业利润	772	1009	1305	1680
营业外收入	9	5	5	6
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	780	1012	1309	1684
所得税	137	179	234	306
净利润	643	834	1075	1379
少数股东损益	-2	-4	-5	-6
归属母公司净利润	645	838	1080	1384
EBITDA	766	1002	1320	1720
EPS (元)	1.00	1.30	1.68	2.16

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	21.7	31.0	30.8	28.9
营业利润(%)	30.8	30.6	29.4	28.8
归属于母公司净利润(%)	34.4	29.9	28.9	28.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	77.8	78.1	78.6	79.2
净利率(%)	42.5	42.2	41.5	41.3
ROE(%)	17.1	19.3	21.2	22.8
ROIC(%)	15.2	17.6	19.5	21.2
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	13.7	13.8	13.5	13.3
净负债比率(%)	-64.0	-57.6	-57.0	-53.8
流动比率	6.4	6.0	5.9	5.8
速动比率	6.0	5.4	5.3	5.2
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	5.9	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.30	1.68	2.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.05	1.75	1.96
每股净资产(最新摊薄)	5.84	6.71	7.91	9.42
估值比率	-	-	-	-
P/E	33.0	25.4	19.7	15.4
P/B	5.7	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	24.8	18.9	14.0	10.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033