

生物股份 (600201)

证券研究报告

2017年12月12日

中国版“硕腾”，时代造英雄！

公司的护城河优势明显：1) 规模化养殖造就龙头赛道里的领跑者。公司技术研发、市场口碑、营销渠道等首屈一指，未来市场份额仍可保持 55% 左右，预计 17/18/19 年口蹄疫市场苗收入分别为 12.8/17.3/22.5 亿元，同比增速分别为 35%/35%/30%。**2) 非口蹄疫产品从“一枝独秀”到“全面开花”。**口蹄疫市场苗等核心技术改造畜、禽、宠物疫苗等新产品，被改造的第一款产品圆环疫苗 17 年率先实现放量 1.3 亿元，预计 17/18/19 年非口蹄疫产品收入分别为 2.9/4.8/6.7 亿元，同比增速分别为 100%/66%/40%。**3) 走国际化道路，做国际化企业。**公司国际化研发、生产和渠道有望在 18 年加速落地。

市场对动保市场化的预期差：规模化养殖造就龙头赛道。从需求结构来看，目前大型养殖企业才是高品质动物市场疫苗的主要驱动力。国内养殖产业结构正发生剧烈变迁，大型养殖企业占比将加速提升。根据产业链上下游的供需判断，我们预计我国生猪养殖百强企业 (TOP100) 未来 3-5 年出栏量从 17 年的 8500 万头提高到 2 亿头，占全国生猪出栏量的比例将由 10% 提升至 30%。根据养殖企业生物性资产增量，我们预计大型养殖集团如温氏、牧原的出栏量三年复合增速分别为 17% 和 74%。百强养殖企业更加注重疫苗防疫效果，以口蹄疫市场苗为代表的高端刚需产品将大爆发。我们预计仅口蹄疫市场苗规模未来 3 年将从目前 17 亿扩张至 40 亿。其他如猪圆环疫苗、伪狂犬苗、腹泻苗等渗透率也会加速提升。

对比茅台，营收、净利率、净资产收益率等财务指标，我们认为在农业股中公司的成长性、盈利能力、资本投入效率与白酒中的“茅台”有些类似！具体而言：生物、茅台近 5 年营业收入复合增速分别为 28%、19%；生物净利润率呈逐年上升，17 年前三季度达 51%，茅台近几年均在 50% 左右徘徊；生物、茅台近 5 年平均净资产收益率 (扣非摊薄后) 分别为 19%、27%。我们认为公司是规模化养殖造就龙头赛道中最具护城河的动保企业。

对标硕腾，公司未来成长路径“先出业绩再拉估值”，时代造就中国版硕腾！过去 10 年公司创造了口蹄疫市场苗“一枝独秀”，已经证明了管理层敏锐的市场预判能力和公司强大的执行力。借鉴国际动保巨头硕腾的发展经验，我们预计未来 5-10 年公司产品线将从“一枝独秀”快速发展到“全面开花”。我们认为公司是顺应国际化行业整合趋势中，有望最快成长为中国版硕腾的标的，未来公司的横向扩张将与国际化资源整合相辅相成。

投资建议：我们预计，公司 17/18/19 年净利润分别为 8.4/11/14 亿元 (股权激励费用摊薄后)，同比增速分别为 31%/31%/28%，EPS 分别为 0.94/1.23/1.57 元。实际上扣股权费用前，预计 17 年业绩同增 40%，18 年同增 35%。我们认为公司在口蹄疫行业的竞争优势持续强化，圆环、伪狂犬、猪瘟、宠物疫苗等品种有望先后放量，国际化合作有望加速推进。行业可比公司平均市盈率在 40 倍以上，公司历史市盈率在 30-35 倍之间，给 18 年 33 倍市盈率，6 个月目标价 40 元。给予“买入”评级。
风险提示：产品销量不达预期，国际化合作不达预期，市场竞争格局加剧。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,246.51	1,517.02	1,995.95	2,530.50	3,178.56
增长率(%)	17.27	21.70	31.57	26.78	25.61
EBITDA(百万元)	649.35	801.23	1,054.33	1,356.52	1,742.15
净利润(百万元)	479.73	644.54	844.86	1,102.59	1,415.71
增长率(%)	18.65	34.36	31.08	30.51	28.40
EPS(元/股)	0.53	0.72	0.94	1.23	1.57
市盈率(P/E)	53.25	39.63	30.24	23.17	18.04
市净率(P/B)	12.35	6.81	5.38	4.54	3.78
市销率(P/S)	20.49	16.84	12.80	10.09	8.04
EV / BITDA	30.89	21.06	20.97	15.55	11.63

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	29.68 元
目标价格	40 元
上次目标价	37 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	899.15
流通 A 股股本(百万股)	858.41
A 股总市值(百万元)	26,686.87
流通 A 股市值(百万元)	25,477.71
每股净资产(元)	6.53
资产负债率(%)	21.49
一年内最高/最低(元)	35.96/23.92

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
杨钊	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070003	
yangzhao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《生物股份-公司研究简报:口蹄疫龙头，强者恒强》 2017-12-01
- 《生物股份-季报点评:3 季度业绩超预期，预计 4 季度继续保持高增长!》 2017-10-25
- 《生物股份-半年报点评:上半年业绩增速符合预期，预计下半年延续高增长!》 2017-08-28

投资要点

核心观点

1) 规模化养殖造就龙头赛道里的领跑者。公司技术研发、市场口碑、营销渠道等首屈一指，未来市场份额仍可保持 55% 左右，预计 17/18/19 年口蹄疫市场苗收入分别为 12.8/17.3/22.5 亿元，同比增速分别为 35%/35%/30%。2) 非口蹄疫产品从“一枝独秀”到“全面开花”。口蹄疫市场苗等核心技术改造畜、禽、宠物等新产品，被改造的第一款产品圆环疫苗 17 年率先实现放量 1.3 亿元，预计 17/18/19 年非口蹄疫产品收入分别为 2.9/4.8/6.7 亿元，同比增速分别为 100%/66%/40%。3) 走国际化道路，做国际化企业。公司国际化研发、生产和渠道有望在 18 年加速落地。

关键假设（乐观&悲观）

乐观：我国生猪养殖百强企业未来三年出栏量占有率将由 10% 提升至 30%。

悲观：我国生猪养殖百强企业未来五年出栏量占有率将由 10% 提升至 30%。

估值分析

我们预计，公司 17/18/19 年净利润分别为 8.4/11/14 亿元（股权激励费用摊薄后），同比增速分别为 31%/31%/28%，EPS 分别为 0.94/1.23/1.57 元。实际上扣股权费用前，预计 17 年业绩同增 40%，18 年同增 35%。我们认为公司在口蹄疫行业的竞争优势持续强化，圆环、伪狂、猪瘟、宠物疫苗等品种有望先后放量，国际化合作有望加速推进，行业可比公司平均市盈率在 40 倍以上，公司历史市盈率在 30-35 倍之间，给 18 年 33 倍市盈率，6 个月目标价 40 元。给予“买入”评级。

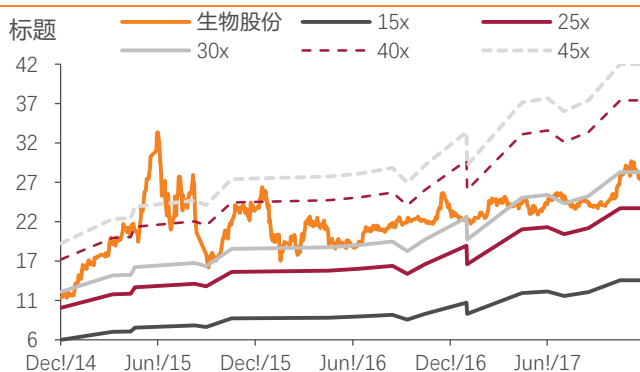
与市场预期差

第一，未来养殖行业规模化程度。我们认为，未来 3 年前一百大养殖集团生猪出栏量达 2 亿头。第二，动保企业向上增加研发实力的产业趋势强于向下延伸产业链，规模效应和行业集中度提高将助力强者恒强。第三，养殖结构的快速变化和饲养管理方式短期不匹配，更容易加速疫病的爆发和流行。第四，公司国际化进程速度。

股价催化剂

猪口蹄疫 O-A 二价苗获得生产批文；国际化整合加速

生物股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

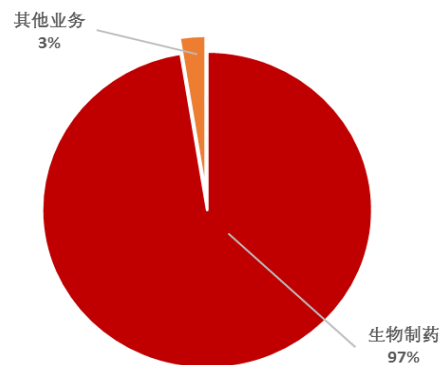
公司简介

金宇生物技术股份有限公司成立于 1993 年，1999 年 1 月在上海证券交易所上市。聚焦生物疫苗产业，通过工艺、渠道升级，开拓出口蹄疫市场苗蓝海，成为口蹄疫市场苗龙头企业。

简要行业分析

养殖规模化快速发展下，优质优价已是大势所趋。2016 年 7 月以来疫苗新政的推出，则开启市场苗销售的黄金时代。其一，“先打后补”等直采政策的推行行为口蹄疫市场苗的推广进一步扫清政策上的障碍，推动口蹄疫市场苗渠道下沉，为口蹄疫市场苗的增长提速。其二，市场苗价格远高于招采苗，招采变更将打开行业空间。猪瘟、蓝耳退出招采，短期虽然影响产品销量，但中长期随着市场优质优价的趋势，将推动行业扩容。

生物股份 2016 年营业收入结构

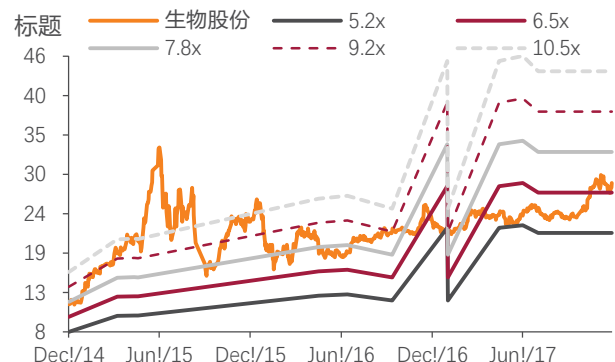


生物股份分产品毛利

单位：百万	2012	2013	2014	2015	2016
生物制药	82.01	453.56	791.76	946.36	1133.47
其他业务	85.93	17.49	17.21	13.14	17.22

数据来源：公司公告，天风证券研究所

生物股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

1. 曾经口蹄疫市场苗创造者，如今高品质疫苗的代名词	5
1.1. 公司基本情况	5
1.2. 口蹄疫市场苗的开拓者	6
1.3. 公司股权结构分散	7
1.4. 公司的国际化战略	7
2. 动物疫苗行业有望进入高景气时代：规模化养殖造就龙头赛道	8
2.1. 养殖结构巨变下市场苗需求红利爆发：以温氏、牧原等数据为例	8
2.2. 市场是创造出来的：从金宇口蹄疫市场苗说起	11
2.3. 国内优秀企业高效价市场苗正在全面替代进口苗	12
2.3.1. 国内高端圆环苗进口替代勃林格	12
2.3.2. 接力圆环苗，国内高端伪狂犬疫苗加速进口替代	13
2.4. 规模效应与品牌溢价不断强化行业必然走向寡头竞争格局	14
2.4.1. 工艺升级带来的规模效应提高了产品利润率	14
2.4.2. 效价提升带来的经济效益提高产生了品牌溢价	14
3. 生物股份：疫苗高品质造就行业龙头	16
3.1. 三年有望再造一个生物股份	16
3.2. 农业股中的“茅台”	17
3.3. 挖掘中国版“硕腾”	18
4. 盈利预测及投资建议	19

图表目录

图 1：2010-2017Q3 年公司营业收入（万元）及同比增速（右）	5
图 2：2010-2016 年公司主营业务收入占比	5
图 3：公司发展史	5
图 4：2010-2017Q3 年公司净利润（万元）及同比增速	7
图 5：2012-2018 年公司口蹄疫招采苗和市场苗收入（百万元）	7
图 6：公司股权结构	7
图 7：生物股份 12-17 年季度 K 线与单季度营业收入（亿元，右轴）走势	11
图 8：2012-2019 年口蹄疫市场苗和金宇口蹄疫市场苗销量	11
图 9：2015-2017 年易邦圆环苗销售量和优邦销售额（右）	12
图 10：2015-2017 年国内圆环销售额和勃林格圆环国内销售额（右）	12
图 11：2015 年我国猪圆环疫苗市场份额	12
图 12：16 年大规模猪场主要伪狂犬疫苗市占率	13
图 13：回归拟合生药行业平均毛利率与行业收入增长关系	14
图 14：2014 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率	14
图 15：2015 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率	14
图 16：从新兽药上市到产品品牌溢价形成的逻辑图	15

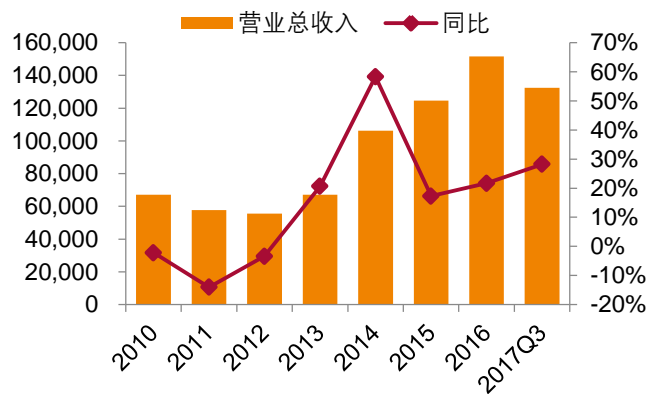
图 17: 品牌溢价的构成	15
图 18: 预计生物股份近三年业绩任务拆分 (亿元)	16
图 19: 生物股份营业收入和净利润增速对比	17
图 20: 近十年生物股份的营业收入 (亿元) 和同比增速	17
图 21: 近十年贵州茅台的营业收入 (亿元) 和同比增速	17
图 25: 近十年生物股份和贵州茅台的扣非摊薄后净资产收益率	18
图 26: 近十年生物股份和贵州茅台的净利润率	18
图 24: 近十年生物股份和贵州茅台的市盈率	18
图 25: 生物股份和硕腾市值对比 (计算基准日为 2017 年 12 月 1 日)	19
表 1: 公司工艺和销售升级时间表	6
表 2: 2017 年公司发展战略要点及战略目标	8
表 3: 2012-22017 年公司国际化发展事件	8
表 4: 牧原股份出栏量和口蹄疫市场苗采购成本的模拟和预测	9
表 5: 温氏股份出栏量和口蹄疫市场苗采购成本的模拟和预测	9
表 6: 口蹄疫市场苗市场空间预测	10
表 7: 中国不同规模养殖场伪狂犬疫苗免疫比例	13
表 8: 猪伪狂犬病净化工程示范养殖企业	13
表 9: 温氏股份、牧原股份药物及疫苗费用和养殖成本	15
表 10: 2011 年之前国内口蹄疫研发单位和毒株类型	15
表 11: 硕腾主要并购事件	19
表 12: 动保上市公司 PE (TTM) 对比	20

1. 曾经口蹄疫市场苗创造者，如今高品质疫苗的代名词

1.1. 公司基本情况

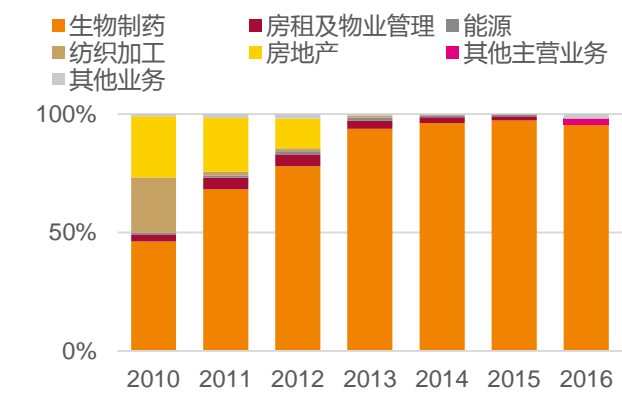
金宇生物技术股份有限公司成立于1993年，1999年1月在上海证券交易所上市。公司前期业务较为多元化，以动物生物药品制造为主，房地产开发、羊绒纺织和农牧业资源综合利用为辅。2011年，公司剥离连续亏损的羊绒产业，2013年初，为了抓住生物制药产业转型升级出现的市场性机会，解决产能瓶颈，快速拓展盈利空间，公司剥离房地产业务，聚焦生物疫苗产业，通过工艺、渠道升级，开拓出口蹄疫市场苗蓝海，成为口蹄疫市场苗龙头企业。动物生物药品业务主要由金宇保灵生物药品有限公司、扬州优邦生物制药有限公司两家全资子公司运营。两家企业分别主要生产口蹄疫、猪瘟疫苗和猪圆环、猪蓝耳、禽流感疫苗。

图 1：2010-2017Q3 年公司营业收入（万元）及同比增速（右）



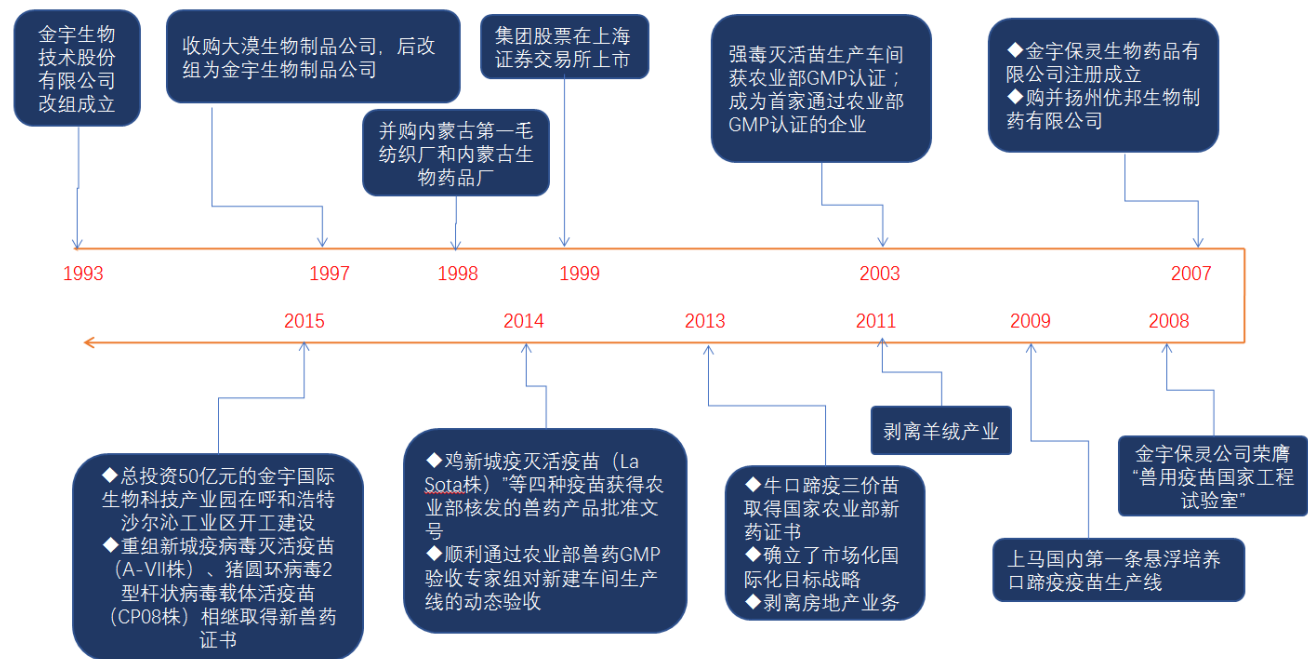
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 2：2010-2016 年公司主营业务收入占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 3：公司发展史



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 口蹄疫市场苗的开拓者

工艺升级：公司率先攻克口蹄疫悬浮培养、浓缩、纯化技术并应用于产业化生产。传统口蹄疫技术主要为转瓶技术，公司于 2009 年投资 3000 万与北京某动物疫苗技术企业合作利用悬浮培养技术共同进行口蹄疫疫苗实验，取得成功，随后开始规模化生产并进入工艺改造。2010 年完成了牛口蹄疫、猪口蹄疫疫苗的悬浮培养技术改造，悬浮培养疫苗通过农业部评审中心评审。2012 年 3 月公司获批猪口蹄疫 O 型灭活疫苗和牛口蹄疫 O 型、亚洲 I 型、A 型三价灭活疫苗，是唯一一家获批生产猪、牛口蹄疫高端疫苗的企业，并直销给大型客户。对规模化悬浮培养的生产疫苗而言，大规模纯化技术和浓缩技术也是国内疫苗生产工艺技术升级中的重点。公司不断在抗原浓缩纯化技术上取得突破，率先将口蹄疫抗原纯度提高到 50 倍以上，解决了我国口蹄疫疫苗存在的免疫实效短的问题，内毒素降低 90%，注射副反应明显降低。公司的纯化技术国内领先，保证了公司产品的效用，增强产品稳定性，并且公司率先在疫苗生产线上应用了浓缩纯化技术。

销售升级：开创点对点营销，提供全方位服务。传统口蹄疫通过政府招标，实际招标竞争因素主要体现在价格、人脉和服务等一些软指标上。公司在产品工艺升级后，在 2012 年引入市场化营销模式，组建专家型营销团队，并新组建猪、牛口蹄疫疫苗、禽苗专业销售队伍，销售人员均具有专业背景，根据产品特性及市场需求，逐步拓展点对点的直销渠道，并帮助养殖户解答问题，主动全方位服务，如免费试用、上门检测比对、举办检测培训班等。同时，公司还重视产品售后技术服务工作，培育终端营销渠道与忠实客户，让技术领先优势和产品品质优势转化为市场优势、竞争优势和发展优势。公司积极做好营销策划，加强品牌建设，实现了 2012-2016 年口蹄疫市场苗业务爆发式的增长，最终成为了口蹄疫市场苗的开拓者。

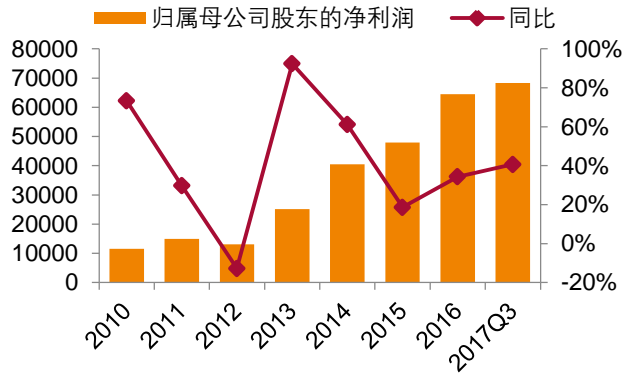
在口蹄疫市场苗高增长的推动下，公司 2012 年以来营业收入、净利润均保持高速增长，2012-2016 年实现主营业务收入分别为 5.6/6.7/10.6/12.5/15.2 亿元，年均复合增速近 30%，净利润分别为 1.3/2.5/4.0/4.8/6.5 亿元，年均复合增速近 50%，一举成为国内最大的动物疫苗生产企业。

表 1：公司工艺和销售升级时间表

时间	工艺升级	销售升级
2009 年	成功利用悬浮培养技术进行口蹄疫疫苗试验，成为口蹄疫疫苗行业的标准	
2010 年	悬浮培养疫苗通过农业部评审	培育市场苗营销队伍，首创“点对点”直达养殖户服务，提供全方位的产前免费试用、产中上门检测、开展培训等专业服务，服务地区涵盖我国各大城市
2012 年	将纯化工艺和浓缩技术应用于制药生产线，纯化技术在国内保持领先地位	
2014 年	兽用疫苗国家工程实验室建成并投入使用；成为国内首家口蹄疫国家兽药追溯系统试点单位	采取“符合客户需要、有足够差异化、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”的单品战略
2015 年	杆状病毒表达的圆环基因工程亚单位疫苗	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；针对不同的规模化养殖场形成“定制化”的技术服务方案
2016 年	与普莱柯联合研发重组口蹄疫基因工程疫苗（大肠杆菌源），引领未来口蹄疫疫苗发展趋势	政府招采与市场化营销两个团队融合，技术服务团队深入养殖场了解需求，在差异化服务的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

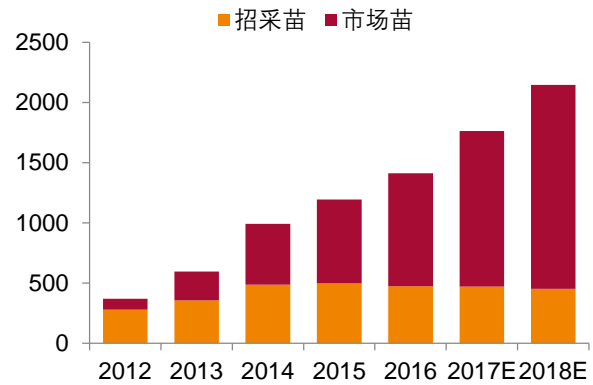
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 4：2010-2017Q3 年公司净利润（万元）及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 5：2012-2018 年公司口蹄疫招采苗和市场苗收入（百万元）



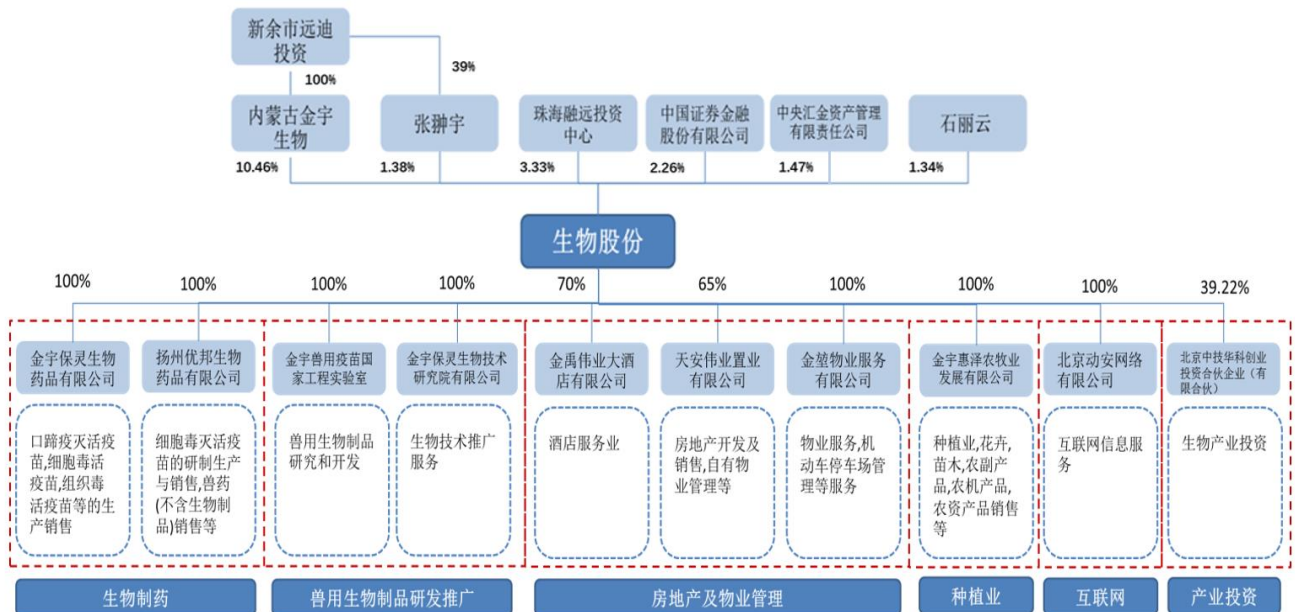
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 公司股权结构分散

公司股权较为分散，不存在实际控制人。前十大股东持股比例总计 24.36%，董事长张翀宇等 7 人占股的新余市元迪投资 100%控股内蒙古金宇生物，其中，董事长张翀宇持有元迪投资 39%股权，直接和间接持有上市公司股权 5.46%。

公司股权结构比较分散的主要是历史原因。公司在 2003-2007 年的第一大股东大象投资持股比例与公司管理层实际持股比例接近，双方曾围绕公司的实际控制权发生过矛盾，干扰了公司的正常经营。2008-2014 年大象投资陆续减持公司股票，并在 2015 年之后退出。

图 6：公司股权结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.4. 公司的国际化战略

2017 年公司提出供给侧结构性改革的主攻方向是产品质量标准国际化。通过生产工艺优化升级，利用国际质量检测技术，使公司的所有疫苗产品质量达到国际标准。同时充分发挥大生产、大营销、大研发、大资本四大支柱组成的国际化战略新体系。公司以国内重大动物疫病防控政策调整为契机，坚持走市场化、国际化的道路，做国际型企业。

2017 年金宇生物科技产业园区一期工程建设进入关键期。金宇生物科技产业园项目总投资 50 亿元，占地面积 670 亩。一期项目投资 25 亿元，将形成兽用生物制药、人用生物制药、中外合资生化制药、研发配套综合服务四大功能区。新园区口蹄疫疫苗生产线将按照《中国制造 2025》与德国工业 4.0 标准加快建设进度，力争生物安全级别达到 P4 标准，

提前高标准实现农业部规定的“口蹄疫 GMP 生产线 2020 年达到 P3 标准”。

表 2：2017 年公司发展战略要点及战略目标

要点	目标
工艺技术优化升级，产品质量国际标准	2017 年底实现公司的所有疫苗产品质量均达到国际标准
平台建设促营销升级，品种丰富助业绩增长	建成以市场为导向、客户为中心、服务为增值、大数据为依托和业绩持续增长为目标的营销平台，实现营销体系全面升级；加强猪圆环、猪瘟、伪狂犬疫苗、BVD-IBR 牛二联苗以及禽苗的推广与销售力度
搭建国际化研发平台，实现多组合成果转化	重点推进羊布鲁氏菌弱毒活疫苗、猪口蹄疫 OA 二价苗、猪圆环+支原体二联苗、猪胃肠炎+腹泻二联苗等新产品的研发和注册工作；协同生产在年内全面完成新工艺改造老产品和产品质量标准国际化任务；建立快速检测移动实验室，加快开发通量高、速度快、成本低、精准快速的快速诊断仪和配套试剂
加强资本运作，提增产业发展	推动养殖业大数据平台建设和具有协同效应的动保企业及研发机构的并购重组
加快园区建设，实现智能制造	2017 年金宇生物科技产业园区一期工程建设进入关键期
推进人才培养战略，提升核心竞争能力	公司将激发全员特别是中高层管理人员创新意识作为创新出发点，充分发挥金宇大学在团队建设方面的功能定位

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 3：2012-22017 年公司国际化发展事件

时间	国际化
2012 年	公司先后与来自法国、瑞士等国家的国际知名的生物疫苗方面的咨询公司、设计公司以及相关的系统供应商、世界著名的化药和动物疫苗生产商进行战略合作和技术交流，并聘请其作为公司 P3 实验室概念设计、新车间的设计单位，成为金宇的重要战略合作伙伴
2013 年	董事长远赴德国默克化学医药公司达姆斯塔特总部开展商务考察，并聘请了外国口蹄疫专家顾问团多次开展技术辅导和交流；公司与法国诗华动物保健公司签订了《合资框架协议》，并直接购买诗华公司牛羊布鲁氏杆菌疫苗生产技术及商标许可权，全权负责在中国生产和销售。
2014 年	TDCD 咨询公司给金宇保灵就生物安全、国外病毒防控、疫苗生产技术进行咨询
2015 年	引入工业 4.0 标准和要求规划和设计，实现产业转型升级，打造园区生产平台，加快产业转型升级，通过国际化、信息化、互联网+建造一流的生产平台，成立产业基金，打造生物技术孵化平台
2016 年	参与设立内蒙古金宇创业投资基金
2017 年	金宇与西门子就制药行业制造执行系统 Simatic IT eBR 和工程设计与运维管理平台 Comos 签订了软件与工程合同，引入西门子 Simatic 集成生产管理系统和“一体化工程到一体化运维”的先进数字化设计理念

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 动物疫苗行业有望进入高景气时代：规模化养殖造就龙头赛道

2.1. 养殖结构巨变下市场苗需求红利爆发：以温氏、牧原等数据为例

从动保需求结构来看，目前大型养殖企业才是高品质动物市场疫苗的主要驱动力。国内养殖产业结构正发生剧烈变迁，大型养殖企业占比将加速提升。根据产业链上下游供需判断，我们预计我国生猪养殖百强企业未来 3-5 年出栏量占有率将由 10%提升至 30%，其中，大型养殖集团如温氏、牧原、正邦、天邦等未来 3 年均处于高速扩张期，大型养殖企业更加注重疫苗防疫效果，对高品质疫苗需求随之将加速增长。我们认为，以口蹄疫市场苗为代表的各种市场苗规模也将加速增长。

预计口蹄疫市场苗行业三年复合增速近 30%，市场空间三年翻倍。资本市场对未来口蹄疫市场苗市场空间最大的预期差源自对未来养殖规模化程度的看法。因此，我们认为有必要定量分析养殖企业未来产能扩张速度和不同规模养殖企业的口蹄疫市场苗渗透率。通过生物性资产、生猪出栏量、口蹄疫免疫方式、口蹄疫市场苗采购成本之间的相互验证。

温氏、牧原出栏量三年复合增速分别为 17%和 74%，口蹄疫市场苗采购量三年复合增速分别为 18%和 70%。其它百强养殖企业口蹄疫市场苗渗透率有些略低于温氏和牧原，但未来出栏量增速多数高于温氏低于牧原。总体来说，前 100 大生猪养殖企业总出栏量三年复合增速达 35%以上，口蹄疫市场苗复合增速 27%，其渗透率平均达 80%以上。

表 4：牧原股份出栏量和口蹄疫市场苗采购成本的模拟和预测

牧原股份		2015	2016	2017E	2018E	2019E
预测生猪出栏量（万头）		192	311	770	1375	1770
yoy		3%	62%	147%	79%	29%
生物资产（亿元）	起初余额	2.9	4.8			
	本期增加	5.8	14.0			
	本期减少	3.9	7.8			
	期末余额	4.8	11.1			
生物资产增加值（亿元）		1.9	6.2	6.0		
预计年内平均值（亿元）		3.5	8.0	13.1		
yoy		71%	130%	65%		
假设单头母猪价值（元/头）		1400	1650	1550	1500	
预计母猪存栏量总计（头）		250000	500000	850000	1105000	1200000
yoy		67%	100%	70%	30%	9%
预计新增母猪存栏量（头）		137857	378182	387097	500000	650000
yoy			174%	2%	29%	30%
药苗成本（亿元）		2.0	3.3	8.5	14.4	18.1
yoy		-17%	63%	156%	70%	26%
预计理论口苗（万元）			3703	8460	14364	18090
				128%	70%	26%
口蹄疫占兽药成本比例			11%	10%	10%	10%
口蹄疫实际采购成本占比		10.4%	10.4%			
渗透率			93%	100%	100%	100%
模拟在产母猪存栏量（头）			175000	400000	725000	955000
模拟生猪出栏量（万头）			335	770	1375	1770

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 5：温氏股份出栏量和口蹄疫市场苗采购成本的模拟和预测

温氏股份		2015	2016	2017E	2018E	2019E
预测生猪出栏量（万头）		1535	1713	1950	2300	2750
yoy		26%	12%	14%	18%	20%
生物资产（亿元）	起初余额	19.45	21.93	26.01		
	本期增加	17.36	20.94			
	本期减少	14.88	16.86			
	期末余额	21.93	26.01	32		
生物资产增加值（亿元）		2.48	4.08	5.99	7.75	
预计年内平均值（亿元）		20.69	23.97	29.01		
yoy			16%	21%		
假设单头母猪价值（元/头）		1450	1700	1600	1550	
预计母猪存栏量总计（头）		143	141	181	230	270
yoy		16%	-1%	29%	27%	17%
预计新增母猪存栏量（头）		171034	240000	374375	500000	650000
yoy			40%	56%	34%	30%
药苗成本（亿元）			12.03	13.88	16.56	19.74
yoy				15%	19%	19%
预计理论口苗（万元）			17953	20813	24840	29610

		16%	19%	19%
口蹄疫占兽药成本比例	15%	15%	15%	15%
口蹄疫实际采购成本占比	15%	14%		
渗透率		95%	100%	100%
模拟在产母猪存栏量 (头)		828892	898892	1103267
模拟生猪出栏量 (万头)		1741	1978	2427

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

表 6: 口蹄疫市场苗市场空间预测

公司生物性资产 (万元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3	2017E	2018E	2019E
温氏股份	188,387	199,559	225,437	254,355	309,109	314,704	330000		
牧原股份	20,274	20,000	23,284	41,745	98,323	125,471	140000		
正邦科技	11,709	21,451	21,519	25,353	50,383	103,845	120000		
新希望	32,493	34,370	35,809	32,740	46,224	51,574	60000		
天邦股份	0	7,674	6,467	8,266	18,352	30,332	35000		
雏鹰农牧	17,784	16,526	22,006	23,359	21,935	30,877	33000		
大康农业	4,678	3,710	3,636	6,606	9,398	25,587	30000		
唐人神	1,533	4,481	2,664	2,752	6,360	11,701	13000		
金新农	473	307	22	0	8,322	5,112	10000		
大北农	585	1,880	4,371	10,345	8,223	7,847	10000		
罗牛山	3,589	2,262	1,157	1,434	3,263	3,985	5000		
新五丰	1,499	1,906	2,392	2,911	3,711	3,882	4000		
天康生物	710	668	624	6,071	5,266	7,151	10000		
预计生物性资产 合计 (亿元)	28	31	35	42	59	72	80	108	146
yoy		11%	11%	19%	42%	35%	36%	35%	35%
预计生猪出栏量 合计 (万头)					2853		4000	5780	7490
yoy							40%	45%	30%
预计百强猪场出 栏合计 (万头)					6000		8500	12000	16000
yoy							42%	41%	33%
预计百强猪场母 猪存栏合计 (万 头)					330		450	600	800
yoy							36%	33%	33%
预计百强猪场口 蹄疫市场苗合计 (万元)					58608		82720	116160	154880
yoy							41%	40%	33%
预计					111392		133670	160404	192485
yoy							20%	20%	20%
预计					170000		216390	276564	347365
yoy							27%	28%	26%

资料来源: 公司财报、博亚和讯, 天风证券研究所

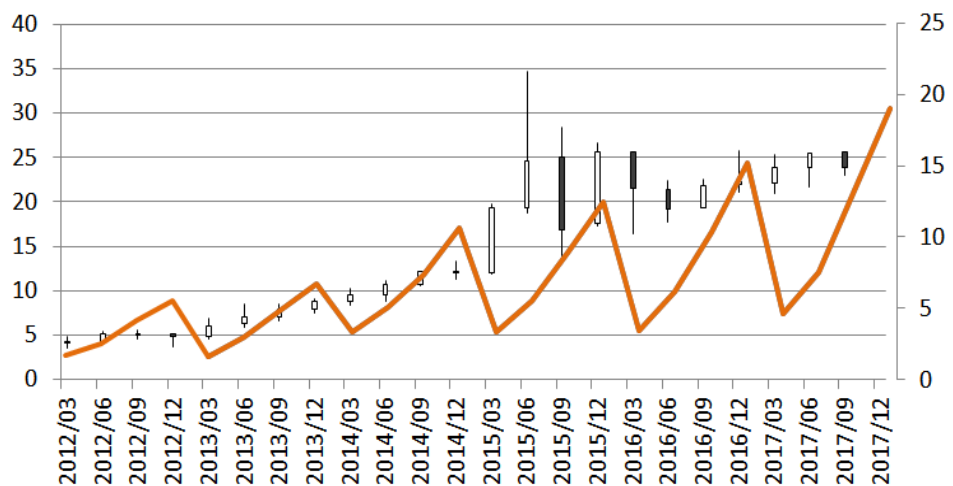
2.2. 市场是创造出来的：从金宇口蹄疫市场苗说起

口蹄疫市场苗从2011年几乎为零,到2016年市场规模已达17亿便是养殖规模化的结果。12年金宇口蹄疫市场苗上市,大型养殖集团市场苗需求率先被打开,标志着市场苗开始替代政采苗。生物股份口蹄疫市场苗出现之前,养殖户通过免费使用政府统一招标采购的口蹄疫疫苗实现免疫,疫苗生产企业通过降低疫苗效价的方式降低生产成本,政府通常以价低者中标的原则选择疫苗供应商。最终导致的结果是政府资源配置低效和恶性竞争共存,市场几乎被六家疫苗生产企业均分。

对此我们复盘了生物股份2012-2017年季度股价与单季度企业营业收入走势。我们发现,12-16年6月之前单季度营业收入与季度K线走势极为相似,而16年6月以后,公司单季度收入明显超越了股价走势,也验证了我们对公司成长性的判断和市场存在的预期差。

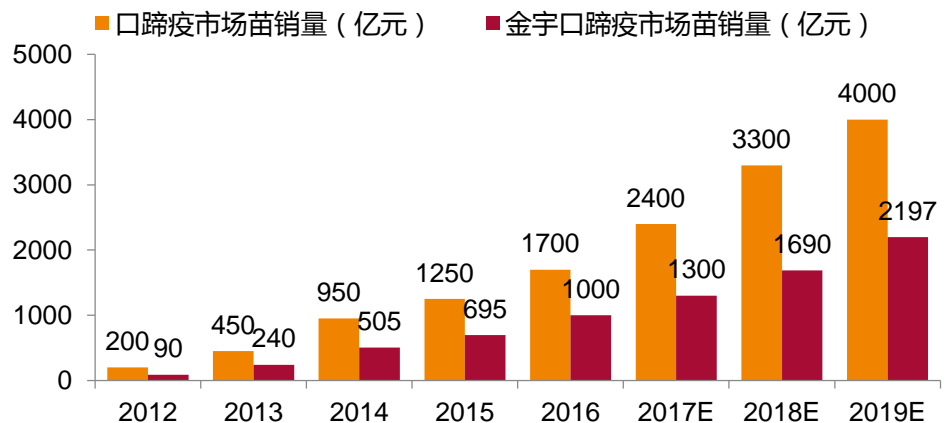
- ◆ 12-16年是公司第一个成长阶段,5年创造10亿口蹄疫市场苗收入,市占率在55%左右,这期间公司的成长性更多反应了教育市场和政采苗的部分替代;
- ◆ 17-19年预计将成为公司第二个成长阶段,3年有望再增加10亿口蹄疫市场苗收入,同时市占率保持不变,这期间公司的成长性体现在下游养殖规模化进程的加速带来的市场苗渗透率全面提高和直补政策对政采苗的加速替代。

图7: 生物股份12-17年季度K线与单季度营业收入(亿元,右轴)走势



资料来源: wind、公司财报、天风证券研究所

图8: 2012-2019年口蹄疫市场苗和金宇口蹄疫市场苗销量



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

2.3. 国内优秀企业高效价市场苗正在全面替代进口苗

2.3.1. 国内高端圆环苗进口替代勃林格

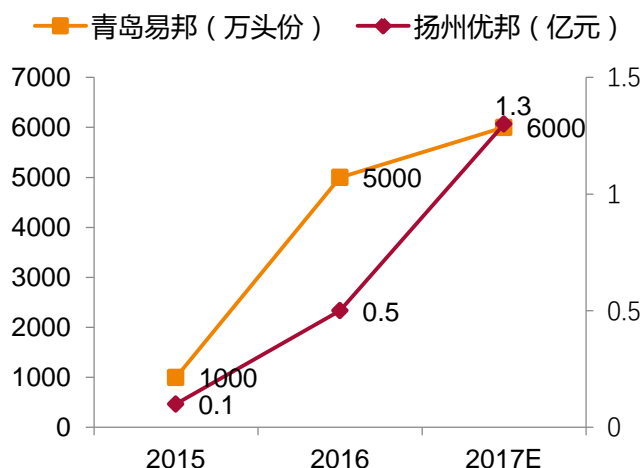
由于圆环病影响的是生猪生产成绩，其疫苗的评价较之口蹄疫辨识度更低、周期更长，这在一定程度上影响着高品质圆环苗的渗透和替代的节奏，但不会影响未来总体市场规模。

随着国内一批高效价的圆环产品的上市，大型养殖集团率先调整采购目录，国外勃林格圆环苗市场份额在国内市场开始被替代。2010 年国内爆发猪圆环病，2012 年圆环苗有 6 亿市场，2016 年该苗达到 17 亿市场规模，期间进口疫苗最高占国内市场份额的 50%，其中勃林格圆环疫苗处于一只独大的局面，且价格较高。随着武汉中博、扬州优邦、金河佑本、普莱柯等国内高效价产品的上市，低端苗和进口替代开始加速。预计 2016 年青岛易邦圆环苗销售 5000 万头份，同比暴增 500%；预计 2017 年金宇优邦圆环苗销售 2000 万头份，同比暴增 200%；2016 年勃林格圆环苗国内销售 7 亿元，预计 2017 年其市场份额开始下滑。

目前市场是产品品质和技术服务的综合竞争。根据我们多次市场采样盲检结果，cap 蛋白含量较高的是梅里亚、佑本、海利、优邦、勃林格、中博，完整病毒样粒子较高的是佑本；从养殖场应激反应来看，国内外优秀产品的应激反应差异逐渐缩小，技术服务的重要性对于这个品种显得尤为重要。长期来看，国内企业客勤服务等综合竞争力的边际改善更明显。

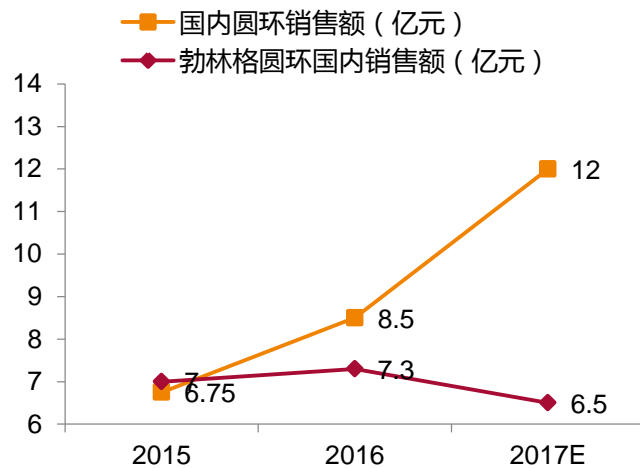
未来联苗有望实现进一步替代。联苗对免疫成本的降低无疑会形成巨大的市场需求，但是鉴于目前国内兽药注册审批流程较长，企业暂时转向通过设计免疫方案实现混合免疫，但长期来看，在国家鼓励国内兽药企业创新的背景下，对于部分疫病的控制必将以联苗实现。

图 9：2015-2017 年易邦圆环苗销售量和优邦销售额（右）



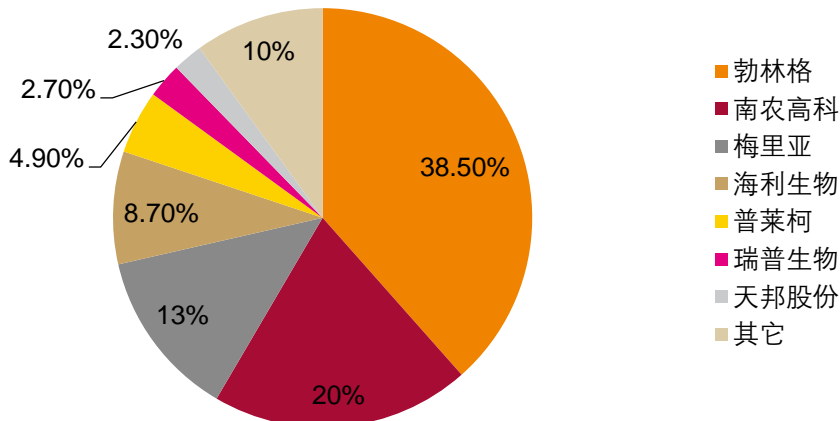
资料来源：公司财报、天风证券研究所

图 10：2015-2017 年国内圆环销售额和勃林格圆环国内销售额（右）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 11：2015 年我国猪圆环疫苗市场份额



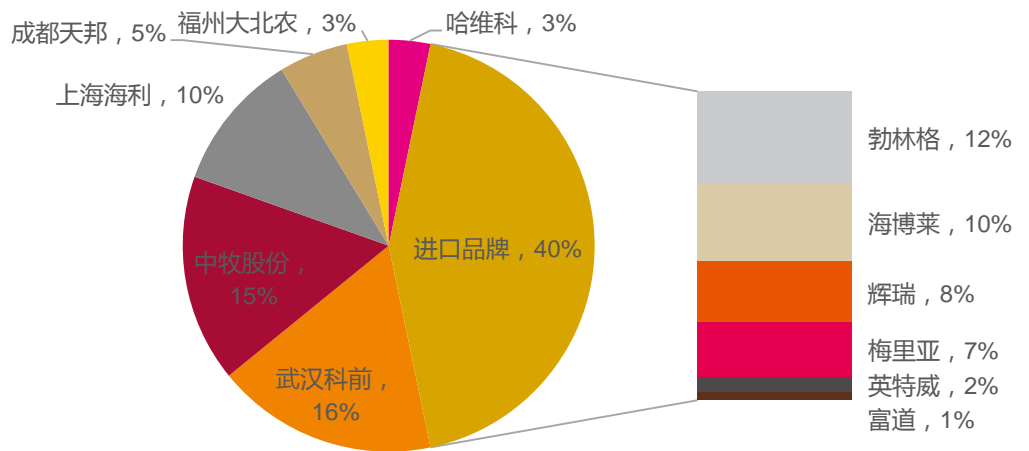
资料来源：公司年报、天风证券研究所

2.3.2. 接力圆环苗，国内高端伪狂犬疫苗加速进口替代

预计 2017 年武汉科前伪狂犬疫苗销售额超过 6 亿元，同比增长 100%以上。无论是新毒株问世还是新免疫方案推出，未来尽快控制甚至净化伪狂肯定会用到大量的疫苗。尽管我国的伪狂犬疫苗免疫率很高，但就目前进口品牌市场份额仍占 40%，所以潜在替代空间很大。

伪狂犬净化是方向，但还需要较长一段时间才有望实现。2003 年，广西省首先开展了动物疫病净化的政府试点。2012 年，在广西成功经验的基础上，中国动物疫病预防控制中心出台了《国家中长期动物疫病防治规划(2012-2020)》。2016 年 7 月，广东省畜牧兽医局兽医处曾发布了《关于开展原种猪场、祖代以上种禽场动物疫病净化工作的通知(征求意见稿)》，该通知中规定猪伪狂犬净化分自行净化和评估两个阶段进行，评估结果与《种畜禽生产经营许可证》申请、换证挂钩。2019 年 1 月 1 日起，未通过评估的原种猪场不能申请或换发《种畜禽场生产经营许可证》。截止到 2017 年 3 月，国家已经颁发了两批疫病净化工程示范养殖企业名单总共有 7 家。

图 12：16 年大规模猪场主要伪狂犬疫苗市占率



资料来源：《中国伪狂犬疫苗市场调研情况——2016 年调研情况》，天风证券研究所

表 7：中国不同规模养殖场伪狂犬疫苗免疫比例

	生猪出栏量-免疫比例	养殖场数量-免疫比例
散户/专业户	—	1%
小规模	2%	10%
中规模	45%	55%
大规模	75%	90%

资料来源：《中国伪狂犬疫苗市场调研情况——2016 年调研情况》，天风证券研究所

表 8：猪伪狂犬病净化工程示范养殖企业

序列	时间	企业名称
第一批疫病净化工程示范养殖企业	2015 年 9 月	广东广宁广三保畜牧有限公司
		福建省永诚华多种猪有限公司
		广西农垦永新畜牧集团良圻原种猪场
		广西柯新源(集团)原种猪有限责任公司
第二批疫病净化工程示范养殖企业	2017 年 3 月	广西梧州市新利畜牧有限公司(原种场)
		广西扬翔农牧有限责任公司杨翔原种猪场
		河南新大义马养殖有限公司

资料来源：新牧网，天风证券研究所

2.4. 规模效应与品牌溢价不断强化行业必然走向寡头竞争格局

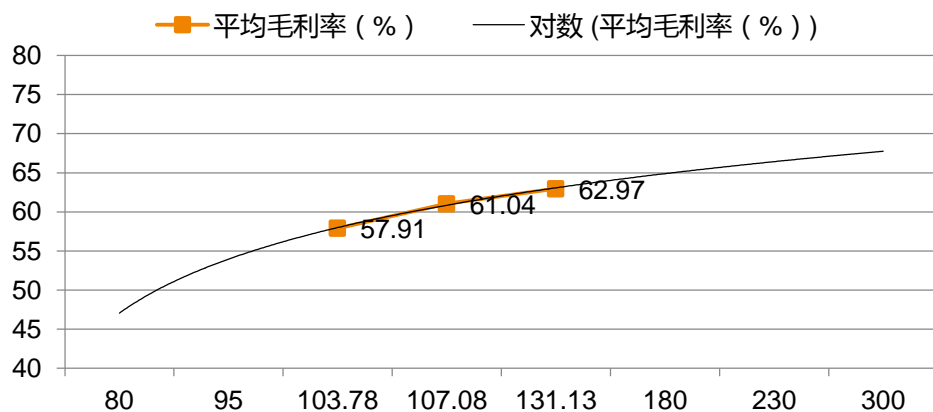
2.4.1. 工艺升级带来的规模效应提高了产品利润率

动物疫苗与种业、医药产业类似，属于高投入、高壁垒的高技术产业，从国际种业、国际动保产业的发展历史经验来看，行业集中度越来越高，全球种业 CR5 占比超 60%，国际动保 CR5 均占超 50%，毛利率均在 60%以上。

规模效应与品牌溢价是企业竞争力的体现。在国内，由细胞培养方式升级带来的规模效应大幅降低了疫苗生产成本，由疫苗效价提升带来的养殖经济效益提高产生了品牌溢价，两者共同决定了行业未来高利润率的基本属性。纵观国内动保行业发展历程，企业运营成本近年在显著提升，被出清或被并购是大多业内企业难逃的命运，这决定了行业未来高集中度的必然趋势，通过对国内动保行业发展趋势的演绎，我们认为产业将沿着从行业价值创造到资源配置优化最后到政企职能再划分和国际化，这是从产业竞争格局角度，可以给优秀企业更高估值的理由。

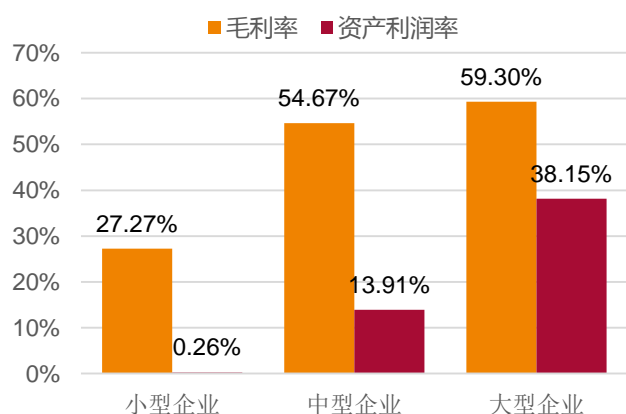
通过模拟回归的方法，动保行业收入规模与毛利率正相关，规模效应明显。大企业毛利率扩大，小企业毛利率缩水。悬浮培养工艺是市场苗可以实现产业化的基础，虽然在硬件上已不是行业壁垒，但是在更广泛的应用和系统化的管理上仍需要时间积累才能不断纯熟的。

图 13：回归拟合生药行业平均毛利率与行业收入增长关系



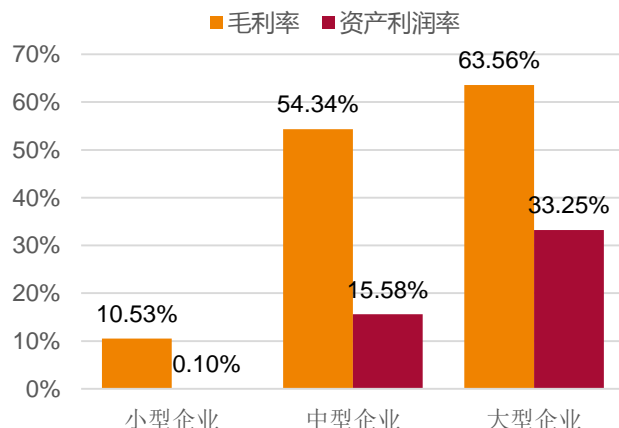
资料来源：兽药产业发展报告，天风证券研究所

图 14：2014 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率



资料来源：兽药产业发展报告，天风证券研究所

图 15：2015 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率



资料来源：兽药产业发展报告，天风证券研究所

2.4.2. 效价提升带来的经济效益提高产生了品牌溢价

疫苗成本占比养殖成本较低，价格需求弹性不大。疫苗成本在生猪养殖成本中占比仅 5-10%，其中温氏采购优势明显使得药苗成本仅占 5%左右，牧原的药苗成本约 10%，更重要的是，通过疫苗免疫降低发病率提高养殖效益，对于大型养殖集团而言，效价比价格更重要，而对于中小养殖户而言，由于不具备实验统计数据能力，示范效应和品牌溢价现象明显。

猪场疫情差异性较大，抗体整齐度不一，对服务的需求转嫁到对疫苗的依赖。不同猪场不同疫病阳性率不同，潜在免疫难度加大，养殖户个性化免疫程序的需求转嫁成对高端疫苗的依赖和品牌溢价。

表 9：温氏股份、牧原股份药物及疫苗费用和养殖成本

	2016 年			2015 年		
	元/头	元/公斤	比例	元/头	元/公斤	比例
温氏药物及疫苗费用	70.22	0.61	4.86%	67.05	0.6	4.80%
温氏完全成本	1,445.30	12.57	100.00%	1,397.15	12.47	100.00%
牧原药品及疫苗费用	106.23	1.05	10.06%	105.6	1.02	10.42%
牧原完全成本	1,055.95	10.47	100.00%	1,251.12	12.14	100.00%

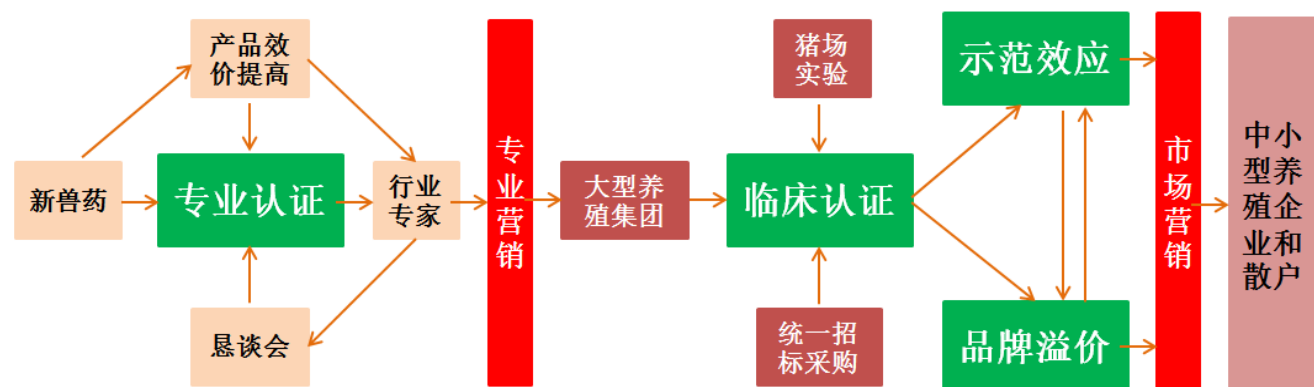
资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 10：2011 年之前国内口蹄疫研发单位和毒株类型

时间	种 毒	公 司	备注
2006	Asia1 型 JSL/06	中农威特、天康、中牧、金宇、保山、必威安泰	全国企业（目前国内唯一一种毒株）
2008	O 型 OZK/93	中农威特、天康、中牧、金宇、保山、必威安泰、申联	全国企业
2010	O 型 May-98 (BY/2010)	中农威特	1 家企业
2011	O 型 May-98 (BY/2010)、A 型 Re-A/WH/09、Asia1 型 JSL/06、	中农威特、金宇	2 家企业

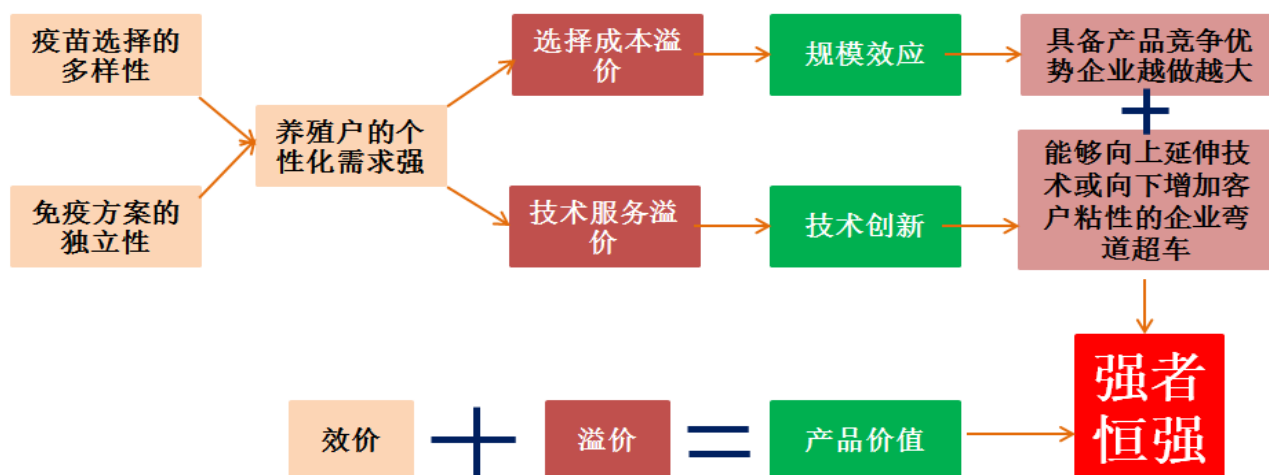
资料来源：兰研所，天风证券研究所

图 16：从新兽药上市到产品品牌溢价形成的逻辑图



资料来源：天风证券研究所

图 17：品牌溢价的构成



资料来源：天风证券研究所

综上所述，规模化养殖（特别是 TOP100 猪场的快速扩张）拉动动物疫苗行业有望进入高景气时代，疫苗行业的规模效应与品牌溢价不断强化行业必然走向寡头竞争格局，因此，我们认为规模化养殖造就龙头赛道！

3. 生物股份：疫苗高品质造就行业龙头

3.1. 三年有望再造一个生物股份

口蹄疫市场苗：规模化养殖造就龙头赛道里的领跑者。公司作为口蹄疫市场苗的龙头，在技术研发、市场口碑、营销渠道等方面首屈一指，未来市场份额仍可保持 55%左右，预计 17/18/19 年口蹄疫市场苗收入分别为 12.8/17.3/22.5 亿元，同比增速分别为 35%/35%/30%。

猪口蹄疫 OA 二价市场苗有望明年上市。预计 18 年，中农威特与公司申报的猪用口蹄疫 OA 二价苗将会先后获得生产批文，届时猪用产品将更便于公司在市场营销上发力，大型养殖集团率先更替产品带动中小养殖企业替换，未来口蹄疫市场竞争格局趋于寡头垄断。

非口蹄疫产品：从“一枝独秀”到“全面开花”。口蹄疫市场苗等核心技术改造圆环、布病、BVD-IBR、伪狂、猪瘟、蓝耳等其它产品，被改造的第一款产品圆环疫苗 17 年率先实现放量 1.3 亿元，预计 17/18/19 年非口蹄疫产品收入分别为 2.9/4.8/6.7 亿元（未考虑辽宁益康并表情况），同比增速分别为 100%/66%/40%。

收购辽宁益康，产品线从畜禽扩大到宠物。公司现已覆盖禽用、猪用、犬用和其他动物用等四大类 30 余个品种。公司与益康在产品、技术、渠道上有望协同共振，通过将公司研发生产技术嫁接到新产品上实现收购益康的价值最大化。此外，公司同时拥有了狂犬疫苗等宠物疫苗，对未来国际化合作做好了批文准备。预计未来 3-5 年益康收入体量有望破 5 亿元，18 年有望开始贡献利润。

预计 2017 年公司猪圆环疫苗在牧原实现销售 7000 万左右，实现了对进口产品的完全替代，在牧原的示范效应下，逐步在更多养殖企业放量，预计 17/18/19 年公司圆环疫苗收入分别为 1.3/2.2/3 亿元。此外，预计未来 2 年布病、BVD-IBR 二联苗、猪瘟、禽苗也将贡献收入至少 2-3 亿元，成为公司业绩新的增长点。

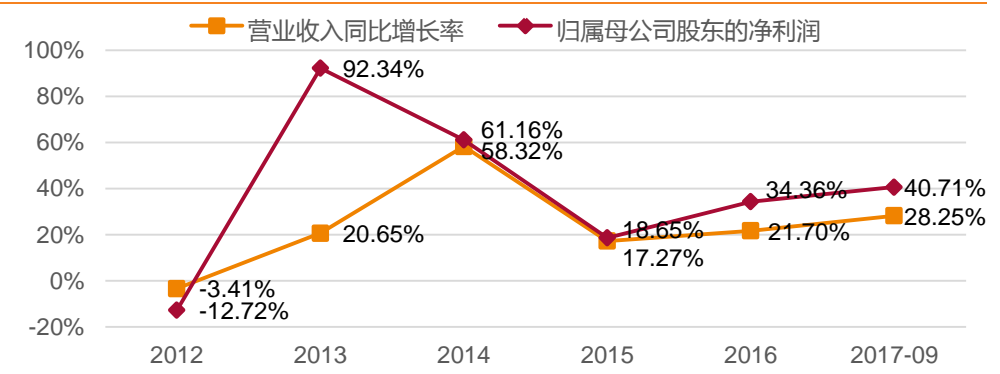
图 18：预计生物股份近三年业绩任务拆分（亿元）

营业收入预测	2016	2017E	2018E	2019E
生物疫苗业务				
政府招标苗：				
口蹄疫疫苗销售收入（万元）	45000	47250	44888	41297
增长率	-10%	5%	-5%	-8%
蓝耳病、猪瘟疫苗及其他	6375	3825	3825	3825
增长率	25%	-40%	0%	0%
市场苗				
口蹄疫疫苗销量（万头份）	14000	18620	24765	32937
销售价格（元/头份）	7	7	7	7
口蹄疫市场苗销售收入	98000	130340	173352	230558
增长率	41%	33%	33%	33%
禽类疫苗、布鲁氏杆菌疫苗、猪圆环销售收入	10000	27000	42000	54000
禽苗	2000	4000	8000	10000
布病疫苗	0	5000	6000	7000
牛鼻炎双价苗	3000	5000	6000	7000
猪圆环苗	5000	13000	22000	30000
市场苗销售收入	108000	157340	215352	284558
增速	55.3%	45.7%	36.9%	32.1%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

养殖行业规模化进程加速背景下，我们测算 3000 头母猪及以上存栏量三年复合增速 35% 左右；公司大客户占比 80%左右并不断向中小养殖企业渗透，同时公司净利润率和市场占有率保持高位，进而强化了公司综合竞争力和行业寡头竞争格局！更重要的是，公司规模效应十分明显，从历年情况来看其业绩增长速度均高于收入的增速。

图 19：生物股份营业收入和净利润增速对比



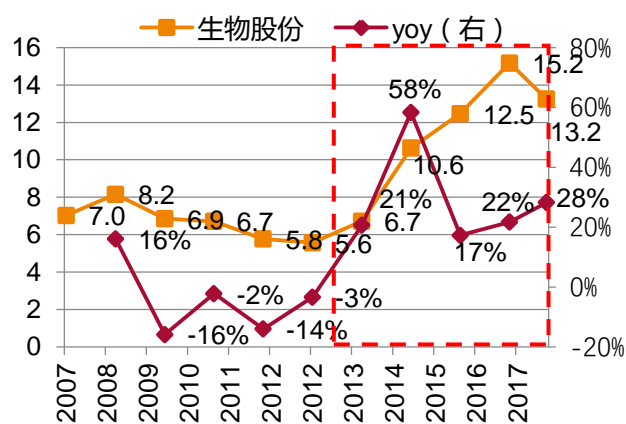
资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.2. 农业股中的“茅台”

对比茅台，营收、净利率、净资产收益率等财务指标，我们认为在农业股中，公司的成长性、盈利能力、资本投入效率与白酒中的“茅台”有些类似！具体而言：生物、茅台近 5 年营业收入复合增速分别为 28%、19%；生物净利润率呈逐年上升，17 年前三季度达 51%，茅台近几年均在 50%左右徘徊；生物、茅台近 5 年平均净资产收益率（扣非摊薄后）分别为 19%、27%。我们认为公司是规模化养殖造就龙头赛道中最具护城河的动保企业。

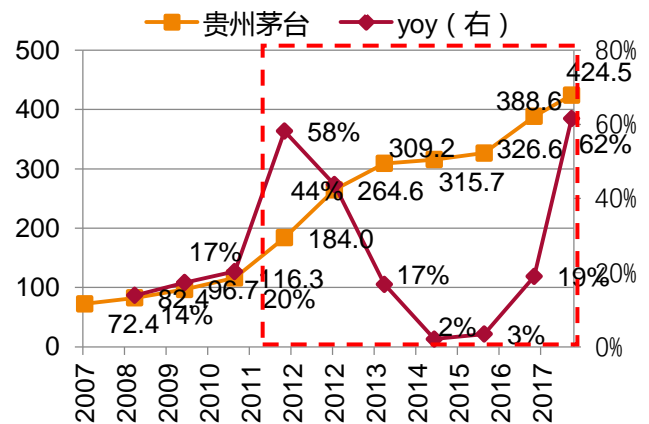
当前公司 18 年估值水平已经调整到 25 倍以下，无论是从历史公司估值水平来看还是对比茅台，都具有较强的估值优势。从公司战略发展路径上来看，过去 10 年公司实现了口蹄疫市场苗“一枝独秀”已经证明了管理层敏锐的市场判断能力和市场化趋势，预计未来 2-3 年公司将继续强化在口蹄疫市场苗里的龙头地位。

图 20：近十年生物股份的营业收入（亿元）和同比增速



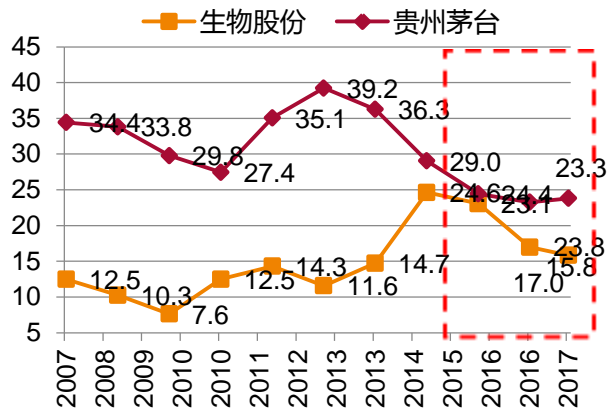
资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：近十年贵州茅台的营业收入（亿元）和同比增速



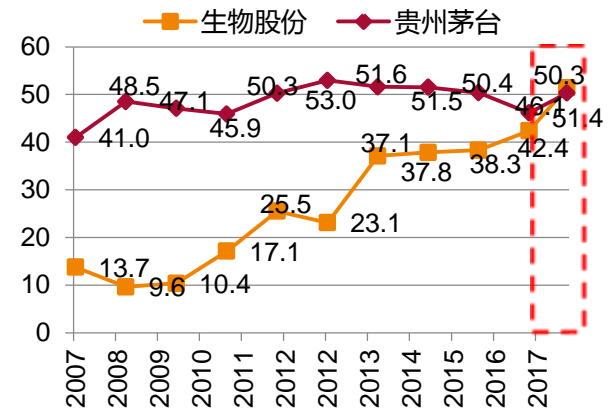
资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：近十年生物股份和贵州茅台的扣非摊薄后净资产收益率



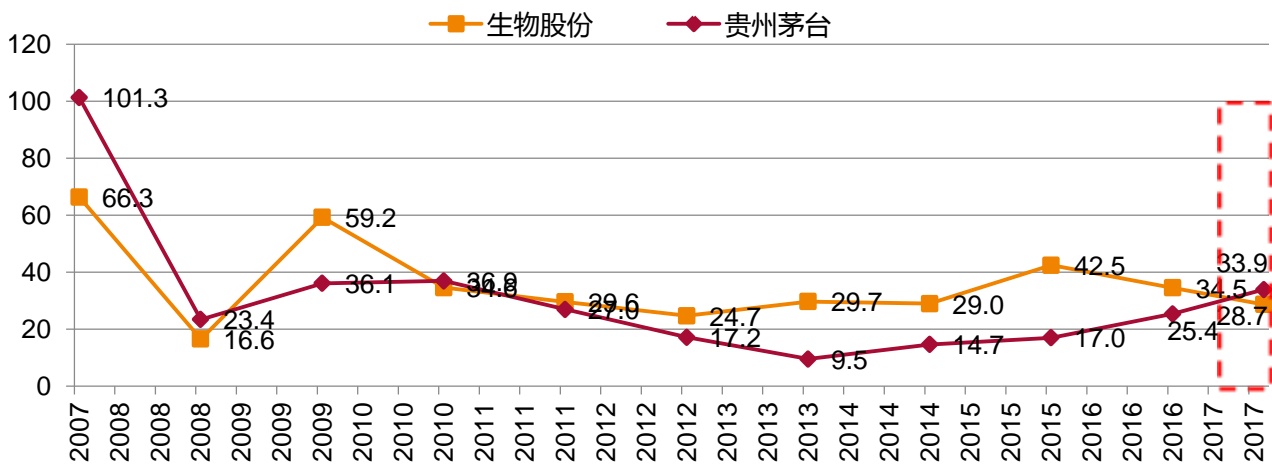
资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：近十年生物股份和贵州茅台的净利润率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：近十年生物股份和贵州茅台的市盈率



资料来源：wind，天风证券研究所

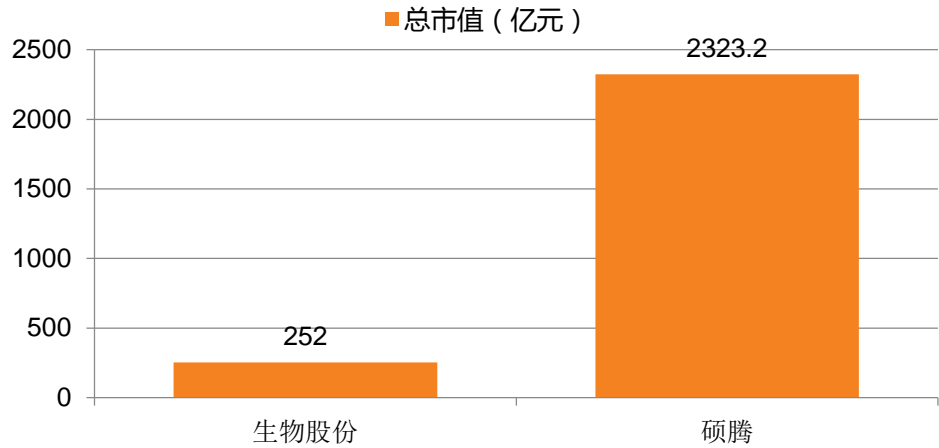
3.3. 挖掘中国版“硕腾”

预计现有口蹄疫产品支持公司未来 2-3 年再造一个生物股份，预计未来 5-10 年公司成长路径可以直接对标国际动保龙头硕腾，但公司市值仅有硕腾的 1/10，公司成长空间巨大！

动保行业未来市场化和国际化是必然趋势。从产业链动态发展长期趋势来看，政府在产业链扮演的角色必将由疫苗招标者转向市场苗监管者（招采制度的逐步退出），因此政府有动力鼓励像公司这样拥有明星产品的行业龙头企业横向发展成为未来养殖大客户的综合直供商；公司有动力借助行业集中度提高的力量，不断提高研发实力、技术服务能力和改善营销渠道，打通产业链提高公司综合毛利率，从而实现全面国际化战略落地。

公司未来成长路径“先出业绩，再提估值”。对标国际动保巨头“硕腾”，规模化养殖和外延并购造就中国版“硕腾”！借鉴国际动保巨头硕腾的发展经验，我们认为公司是有望最快成长为中国版硕腾的标的。我们预计未来 5-10 年公司产品的横向扩张将与国际化资源整合相辅相成。

图 25：生物股份和硕腾市值对比（计算基准日为 2017 年 12 月 1 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 11：硕腾主要并购事件

收购时间	收购标的	收购标的主营业务	收购目的
1995 年	SmithKline Beecham's animal health division	宠物药品保健品和疫苗	进入疫苗和小型动物业务领域，至此在宠物护理领域占据一席之地
2003 年	Pharmacia Corporation	动物健康产品(包括针对动物的药品及食品)，血浆制品以及大规模的药品销售。	扩大公司牛用产品部门
2003 年	CSL Animal Health	动物健康制品	巩固了公司全球渠道以及公司在澳洲和新西兰的布局
2007 年	Embrex.Inc	家禽设备和疫苗	业务扩展至家禽设备和疫苗业务
2008 年	Catapult Genetics; Bovigen LLC	牛和羊基因工程技术、遗传学技术	进入动物遗传基因学领域，包括 DNA 技术和畜类产品基因培育
2009 年	Wyeth; Fort Dodge Animal Health business	宠物药品，宠物用品和狗，猫和马的营养补品供应商	增加知名的畜类和宠物品牌产品，与家禽疫苗业务互补。
2010 年	Microtek International Inc	水产疫苗	进入水产疫苗领域
2010 年	Synbiotics Corporation	动物诊断试剂生产商	进入动物诊断领域
2011 年	King Pharmaceuticals, Inc; Alpharma	主营药物饲料添加剂和家禽产品	加强公司药物饲料添加剂业务；增强公司在牛和猪业务上的竞争力
2015 年	Abbott Animal Health	专注于兽医手术套件的宠物保健公司	丰富硕腾宠物产品组合，为兽医治疗疼痛，糖尿病和肿瘤提供解决方案
2015 年	KL Product, Inc.	家禽产业自动化服务商	进军自动孵化业务领域
2015 年	PHARMAQ	水产疫苗的全球领导者，为全球水产养殖业提供无害环境和安全有效的保健产品。	进入水产健康市场
2016 年	Scandinavian Micro Biodevices	生物疾病诊断设备	获得下一代诊断设备的制造能力，帮助兽医更好地发现，预防和治疗疾病
2017 年	Nexvet Biopharma	从事动物健康药物研究的临床阶段制药公司	提高生物制研发能力，包括用于宠物疼痛和其他治疗领域的单克隆抗体的研发

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

我们预计，公司 17/18/19 年净利润分别为 8.4/11/14 亿元（股权激励费用摊薄后），同比增速分别为 31%/31%/28%，EPS 分别为 0.94/1.23/1.57 元。实际上扣股权费用前，预计 17 年业绩同增 40%，18 年同增 35%。我们认为公司在口蹄疫行业的竞争优势持续强化，圆环、伪狂、猪瘟、宠物疫苗等品种有望先后放量，国际化合作有望加速推进。行业可比公司平均市盈率在 40 倍以上，公司历史市盈率在 30-35 倍之间，给 18 年 33 倍市盈率，6 个月目标价 40 元。给予“买入”评级。

表 12：动保上市公司 PE (TTM) 对比

市盈率 PE(TTM)	生物股份	中牧股份	普莱柯	海利生物	瑞普生物	平均值
2015-12-31	42	33	60	156	117	82
2016-03-31	36	30	50	126	58	60
2016-06-30	31	32	51	112	58	57
2016-09-30	37	37	49	131	71	65
2016-12-30	35	35	43	124	53	58
2017-03-31	37	33	47	112	46	55
2017-06-30	30	25	44	108	41	50
2017-09-29	29	27	44	97	40	47
平均值	35	32	49	121	60	

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,030.01	2,400.65	3,364.68	4,366.44	5,195.68	营业收入	1,246.51	1,517.02	1,995.95	2,530.50	3,178.56
应收账款	255.82	279.09	456.28	446.46	695.47	营业成本	286.33	336.97	459.07	582.02	731.07
预付账款	11.48	9.79	40.80	6.74	55.40	营业税金及附加	7.50	11.56	9.98	12.65	15.89
存货	221.82	229.05	436.89	401.59	629.04	营业费用	178.44	234.86	269.45	316.31	381.43
其他	23.48	301.74	110.57	156.45	189.55	管理费用	183.87	178.78	259.47	303.66	349.64
流动资产合计	1,542.60	3,220.31	4,409.22	5,377.67	6,765.15	财务费用	(12.65)	(14.65)	16.70	19.70	38.20
长期股权投资	99.88	152.52	152.52	152.52	152.52	资产减值损失	20.10	14.98	16.48	17.19	16.22
固定资产	404.74	380.89	340.70	300.51	260.31	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	313.59	225.15	225.15	225.15	225.15	投资净收益	7.60	17.80	25.00	10.00	10.00
无形资产	97.65	269.51	261.86	254.21	246.57	其他	(15.20)	(35.59)	(50.00)	(20.00)	(20.00)
其他	91.76	99.31	75.01	76.95	77.69	营业利润	590.52	772.31	989.79	1,288.97	1,656.11
非流动资产合计	1,007.62	1,127.39	1,055.25	1,009.35	962.25	营业外收入	3.91	8.99	1.00	4.63	4.87
资产总计	2,550.22	4,347.71	5,464.47	6,387.02	7,727.40	营业外支出	0.88	1.76	0.92	1.19	1.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	593.55	779.54	989.87	1,292.42	1,659.70
应付账款	208.58	232.23	388.38	409.02	573.07	所得税	115.79	136.78	148.48	193.86	248.95
其他	226.50	270.37	274.68	290.69	333.08	净利润	477.76	642.76	841.39	1,098.56	1,410.74
流动负债合计	435.07	502.59	663.06	699.71	906.15	少数股东损益	(1.97)	(1.78)	(3.47)	(4.03)	(4.97)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	479.73	644.54	844.86	1,102.59	1,415.71
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.53	0.72	0.94	1.23	1.57
其他	46.55	92.45	57.71	65.57	71.91						
非流动负债合计	46.55	92.45	57.71	65.57	71.91						
负债合计	481.62	595.04	720.76	765.28	978.06	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	(0.19)	3.28	(0.19)	(4.22)	(9.19)	成长能力					
股本	572.83	613.15	899.15	899.15	899.15	营业收入	17.27%	21.70%	31.57%	26.78%	25.61%
资本公积	49.67	1,245.01	1,245.01	1,245.01	1,245.01	营业利润	22.95%	30.78%	28.16%	30.23%	28.48%
留存收益	1,558.11	3,168.86	3,844.74	4,726.81	5,859.38	归属于母公司净利润	18.65%	34.36%	31.08%	30.51%	28.40%
其他	(111.81)	(1,277.64)	(1,245.01)	(1,245.01)	(1,245.01)	获利能力					
股东权益合计	2,068.60	3,752.66	4,743.71	5,621.74	6,749.34	毛利率	77.03%	77.79%	77.00%	77.00%	77.00%
负债和股东权益总计	2,550.22	4,347.71	5,464.47	6,387.02	7,727.40	净利率	38.49%	42.49%	42.33%	43.57%	44.54%
						ROE	23.19%	17.19%	17.81%	19.60%	20.95%
						ROIC	78.21%	65.95%	68.27%	85.27%	122.17%
						偿债能力					
						资产负债率	18.89%	13.69%	13.19%	11.98%	12.66%
						净负债率	-23.27%	-14.63%	-38.07%	-47.04%	-53.36%
						流动比率	3.55	6.41	6.65	7.69	7.47
						速动比率	3.04	5.95	5.99	7.11	6.77
						营运能力					
						应收账款周转率	5.73	5.67	5.43	5.61	5.57
						存货周转率	5.68	6.73	5.99	6.04	6.17
						总资产周转率	0.54	0.44	0.41	0.43	0.45
						每股指标(元)					
						每股收益	0.53	0.72	0.94	1.23	1.57
						每股经营现金流	0.55	0.84	0.90	1.37	1.27
						每股净资产	2.30	4.17	5.28	6.26	7.52
						估值比率					
						市盈率	53.25	39.63	30.24	23.17	18.04
						市净率	12.35	6.81	5.38	4.54	3.78
						EV/EBITDA	30.89	21.06	20.97	15.55	11.63
						EV/EBIT	34.71	22.27	21.96	16.12	11.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com