

生物股份 (600201)

证券研究报告

2018年09月28日

业绩调整期已过, Q3 或成经营拐点

这是我们对公司在关键时点的深度跟踪报告。在此前多篇深度报告中, 我们已经详细分析了行业空间、竞争优势、成长路径等, 本篇报告我们重点从短期跟踪数据去验证中长期逻辑的把握性。

2018年1-8月, 公司业绩是否属于短期调整?

公司专注疫苗研发生产销售, 拥有三大国家级重点实验室、四大研究中心、五大技术平台, 其生物制品覆盖猪、禽、反刍和宠物。2013年公司剥离非生物制品板块业务, 并在下游养殖规模化提高和疫苗行业市场化趋势背景下, 2013至2017年公司5年收入复合增速达28%, 利润复合增速达46%。2018上半年公司业绩进入调整期, 主要原因有二: 一、公司自2017年开始渠道下沉, 千头母猪存栏以下客户收入占比提升, 此类客户免疫覆盖率与猪价弹性相对大型养殖企业较高, 2018年上半年猪价下行导致公司受到一定系统风险。二、更重要的是公司新产品上市带来的老产品去库存压力加大和价格体系调整。拆分公司报表, 剔除辽宁益康并表影响后, 毛利率同比下滑1%, 公司盈利能力并没有明显下滑。判断三季度业绩能否形成拐点的关键在于新品9月上市之后的销售数据。

2018年9月, 三个理由助推业绩有望超预期!

短期: 2018年9月起, 新产品呼之欲出, 多需求亟待满足。1) 秋防需求, 刚需产品迎旺季; 2) 合规需求, 集团客户先替代; 3) 补贴需求, “先打后补”便落地; 4) 补库需求, 渠道库存已出清。我们预计9月公司猪口蹄疫市场苗可以稳定供应市场需求, 单月收入同比有望实现20%增长, 单三季度有望实现同比个位数增长。**// 中期:** 市场保持两位数增长, 行业集中度有望提高, 替代需求市场被打开。1) 市场苗替代政采苗, 下游养殖结构的变迁拉动口蹄疫市场苗三年有望翻倍, 公司覆盖国内能繁母猪存栏量有望从18%提升至35%。2) 国产苗替代进口苗, 2017年进口疫苗市占率仍在30%以上, 近几年公司在研发、技术、工艺上的边际改善比较明显, 我们预计圆环疫苗2018年有望实现收入2亿元, 蓝耳、伪狂犬等大单品有望接棒。3) P3产线替代落后产能, 农业部要求截止2020年口蹄疫疫苗生产满足P3标准, 公司既在生产批文和生产线布局上重获先发优势, 又在市场口碑、渠道资源上领跑市场。**// 长期:** 向平台型企业过渡, 做动保解决方案提供商。我们认为, 平台型动保企业是具备核心研发优势并能将其实现商业化的产品, 进而获取超额利润并能反哺于核心研发技术的具备自我加强机制的一类企业。当前市场对动保行业的成长空间理解偏线性, 对动保企业的估值方式限于对现有产品线线性外推, 但是平台型动保企业的成长动力来源于研发技术推动新产品放量, 因此除了关注已有业务之外, 还应重点研究公司长期发展方向和节奏, 以此判断公司未来成长的空间和可能性。

盈利预测与投资建议: 我们预计, 公司18/19/20年收入分别为23.6/29.8/37.7亿, 净利润分别为10.2/13.1/16.3亿元, EPS分别为0.87/1.12/1.40元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业政策风险、养殖规模化不达预期、猪价下跌、疫情风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,517.02	1,901.01	2,363.37	2,981.05	3,769.69
增长率(%)	21.70	25.31	24.32	26.14	26.46
EBITDA(百万元)	801.23	1,050.02	1,256.15	1,603.89	2,001.00
净利润(百万元)	644.54	870.09	1,018.78	1,312.30	1,633.86
增长率(%)	34.36	34.99	17.09	28.81	24.50
EPS(元/股)	0.55	0.74	0.87	1.12	1.40
市盈率(P/E)	29.97	22.20	18.96	14.72	11.82
市净率(P/B)	5.15	4.32	3.21	2.73	2.30
市销率(P/S)	12.73	10.16	8.17	6.48	5.12
EV/EBITDA	21.06	24.56	11.78	8.74	6.33

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	16.50元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,170.54
流通A股股本(百万股)	1,137.12
A股总市值(百万元)	19,313.87
流通A股市值(百万元)	18,762.52
每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	19.05
一年内最高/最低(元)	33.71/13.86

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-半年报点评:上半年受养殖景气低迷影响, 业绩略低于预期, 下半年有望加速好转》2018-08-22
- 《生物股份-公司点评:回购股份, 彰显信心, 公司下半年业绩有望加速增长》2018-07-31
- 《生物股份-公司点评:获蓝耳嵌合毒株活苗证书, 有望成为下一个口蹄疫》2018-07-11

编者按：这是我们对生物股份关键时点的深度跟踪报告。在此前深度报告中，我们已经详细分析了行业空间、竞争优势、成长路径等，本篇报告我们重点从短期数据跟踪角度去验证中长期逻辑的把握性。

1. 前情回顾：深度详解中国动保“硕腾”成长路

我们长期深入研究追踪生物股份的成长路径。最近两篇深度报告的主要观点为：

【20170601《“中国版硕腾”迎接产业整合大时代!》】

公司引领产业变革，三年再造一个生物股份。首先，政策红利下口蹄疫市场苗市场空间翻倍：“先打后补”等直补政策的推行，打消疫苗企业渠道下沉的后顾之忧，有望开启口蹄疫市场苗销售的黄金时代！其次，新品猪口蹄疫 OA 二价市场苗将率先拿到生产批文，优化现有市场竞争格局。第三，非口蹄疫产品收入有望成为业绩新增长点。对标硕腾，国际动保巨头硕腾在外延整合并购以及内部研发、产品架构、营销服务等方面的成功经验值得借鉴。公司近来在国际化、产业整合并购、技术研发、产品储备以及销售服务团队建设方面动作不断，有向硕腾发展模式靠拢之势，未来有望全面追赶国际一流企业，中国版硕腾指日可待。

【20171212《中国版“硕腾”，时代造英雄!》】

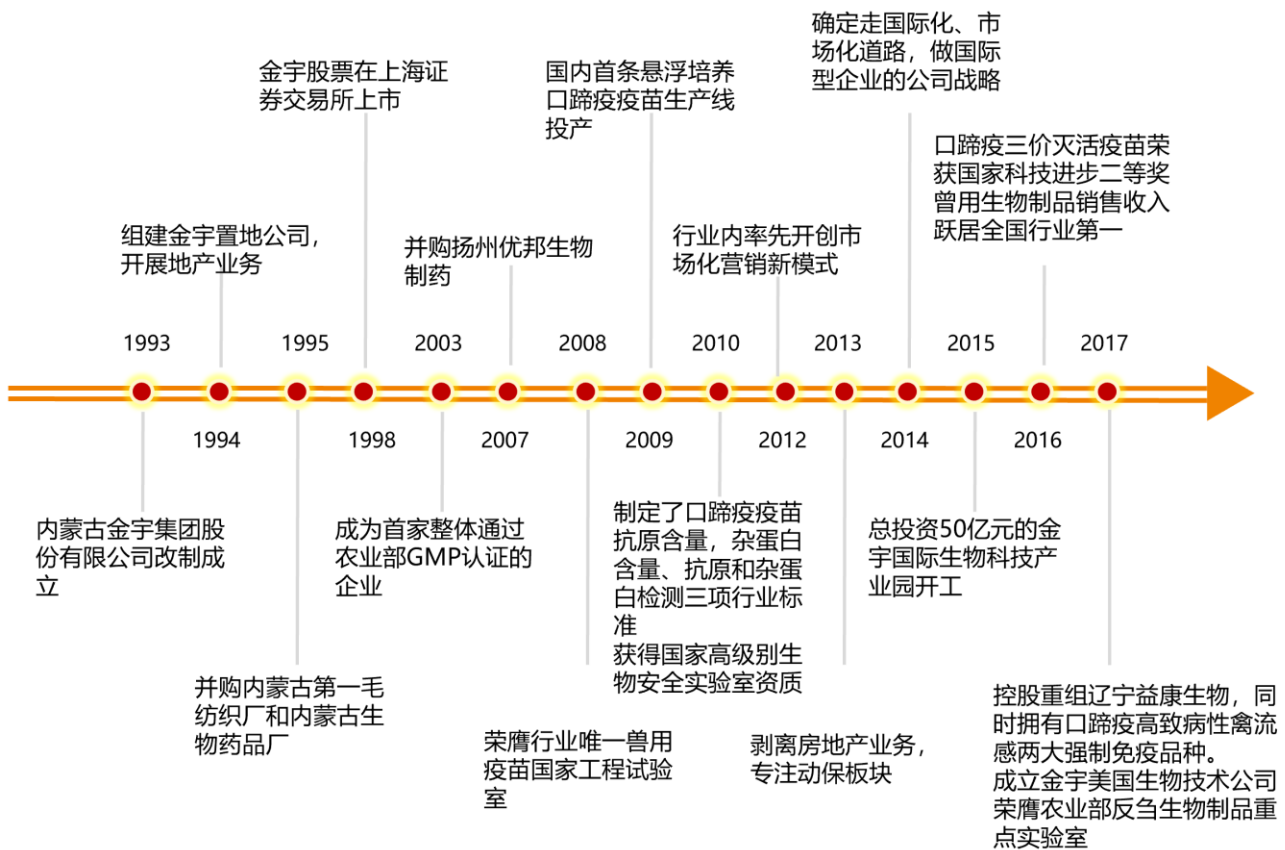
公司护城河优势明显：1) 规模化养殖造就龙头赛道里的领跑者。公司技术研发、市场口碑、营销渠道等首屈一指，未来市场份额仍可保持 55%左右；2) 非口蹄疫产品从“一枝独秀”到“全面开花”。口蹄疫市场苗等核心技术改造畜、禽、宠物疫苗等新产品，被改造的第一款产品圆环疫苗 17 年率先实现放量；3) 走国际化道路，做国际化企业。公司国际化研发、生产和渠道有望在 18 年加速落地。**规模化养殖造就龙头赛道：**从需求结构来看，目前大型养殖企业更加注重疫苗防疫效果，是高品质动物市场疫苗的主要驱动力，而国内养殖产业结构中大型养殖企业占比将加速提升。口蹄疫市场苗为代表的高端刚需产品将大。其他如猪圆环疫苗、伪狂犬苗、腹泻苗等渗透率也会加速提升。国内估值对标“茅台”，二者成长性、盈利能力、资本投入效率类似。国外对标硕腾，公司未来成长路径“先出业绩再拉估值”，公司发展经验借鉴硕腾，同时时代也造就了中国版硕腾！

2. 2018 年 1-8 月，公司业绩是否属于短期调整？

2.1. 公司概况：动物疫苗龙头企业

多元化转专一，成长为动物疫苗的龙头企业：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，公司剥离羊绒产业，2013 年初剥离房地产业务，进一步专注动物疫苗产业。公司通过工艺、渠道不断升级，开拓出口蹄疫市场苗蓝海，已成为我国动物疫苗的龙头企业。

图 1：公司发展史



资料来源：公司公告，天风证券研究所

三大平台组成动物生物制品业务，生物制品覆盖猪、禽、反刍和宠物。公司目前主营业务为动物生物制品业务，由三大平台组成，包括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以及控股子公司辽宁益康生物。其中，金宇保灵是农业部口蹄疫疫苗定点生产企业，主要产品为口蹄疫疫苗，突出布病、牛二联等反刍动物疫苗和悬浮培养的平台优势；扬州优邦为农业部高致病性蓝耳病疫苗定点生产企业，主要产品覆盖猪病与禽病，以圆环疫苗为主导，突出杆状病毒 VLP 新型疫苗平台优势；辽宁益康为农业部高致病性禽流感疫苗定点生产企业，产品除覆盖猪病与禽病外，还涉及宠物疫苗，以禽流感（H5 + H7）为主导，突出胚毒苗和宠物疫苗的平台优势。

图 2：公司主营动物生物药品业务的三家核心子公司



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. “技术+服务”带来业绩 13-17 年高增长

自 2013 年剥离非主营业务，公司业绩持续增长。工艺升级产品创新和市场开拓渠道拓展是公司成长的主要驱动力：

- **技术升级产品领先：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 万于国内率先开展合作用悬浮培养技术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，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，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。2018 年 7 月，公司获猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗兽药产品批准文号，产品进一步取得市场领先地位。
- **服务升级渠道领先：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、渠道和服务等一些软指标上。公司在产品工艺升级后，逐步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，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 2012-2017 年口蹄疫市场苗业务快速增长，最终成为了口蹄疫市场苗的开拓者。2017 年，随政府“先打后补”推进和招采政策改变，公司进一步拓展市场，渠道下沉。2018 年 9 月公司成立首个省级分公司河南金宇生物技术有限公司，不改变原经销渠道团队核心前提下，进一步深入提供服务，做渠道扁平化。

表 1：公司工艺和销售升级路径

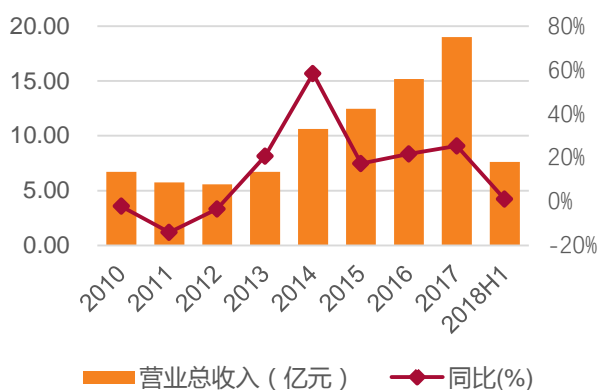
时间	技术产品升级	销售服务升级
2009 年	成功利用悬浮培养技术进行口蹄疫疫苗试验，成为口蹄疫疫苗行业的标准	
2010 年	悬浮培养疫苗通过农业部评审	培育市场苗营销队伍，首创“点对点”直达养殖户服务，提供全方位的产前免费试用、产中上门检测、开展培训等专业服务，服务地区涵盖我国各大城市
2012 年	将纯化工艺和浓缩技术应用于制药生产线，纯化技术在国内保持领先地位	
2014 年	兽用疫苗国家工程实验室建成并投入使用；成为国内首家口蹄疫国家兽药追溯系统试点单位	采取“符合客户需要、有足够差异化、与销售渠道相匹配、有较高毛利率的口蹄疫疫苗产品为核心”的单品牌战略
2015 年	杆状病毒表达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
2017 年	口蹄疫、圆环等 5 个产品的质量已达到国际质量标准，	实施客户分类营销策略，在大客户稳定的基础上开发

	禽苗技术改造升级	中小规模客户
2018 年	获猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗兽药产品批准文号	成立首个省级分公司河南金宇生物, 进一步深入提供服务

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

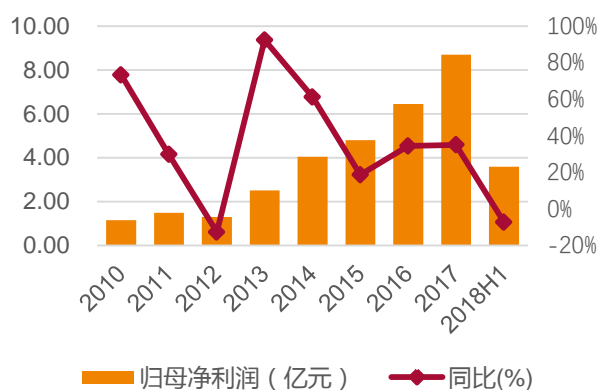
2012 至 2017 年, 叠加下游养殖规模和动物疫苗的市场化, 公司实现业绩快速成长。2012-2017 年实现主营业务收入分别为 5.6/6.7/10.6/12.5/15.2/19.01 亿元, 年均复合增速 28%, 净利润分别为 1.3/2.5/4.0/4.8/6.5/8.7 亿元, 年均复合增速 46%, 成为国内动物疫苗企业龙头。

图 3: 2010 年-2018H1 公司营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 2010-2018H1 公司净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

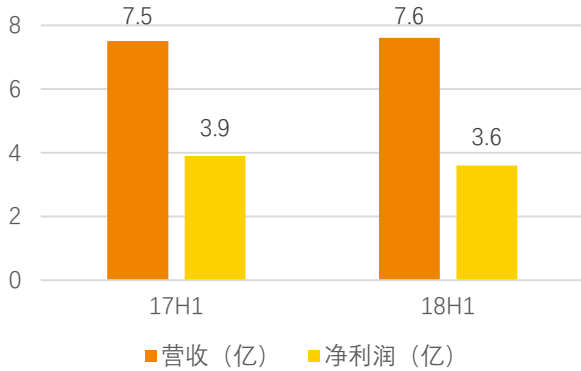
2.3. 18 年上半年业绩调整, 应对市场调整和产品换代

受下游景气度下行、产品生命周期及去库存压力影响, 2018 上半年公司业绩进入调整期。根据公司公告, 公司当期实现营收 7.61 亿元, 同比增长 1%。实现归母净利润 3.59 亿元, 同比下滑 7.26%。扣非后归母净利润 3.46 亿元, 同比下滑 8.44%。剔除股权激励费用 (5027 万元), 归母扣非净利润为 3.96 亿元, 较上年同期增长 4.31%。

主要原因有二: 1、公司自 2017 年开始渠道下沉, 干头一下母猪存栏客户占比有所提高, 此类客户免疫覆盖率与猪价弹性相对大型养殖企业较高, 2018 年上半年猪价下行导致市场有部分体现。2、更重要的是公司新产品上市带来的老产品去库存压力加大和价格体系调整。

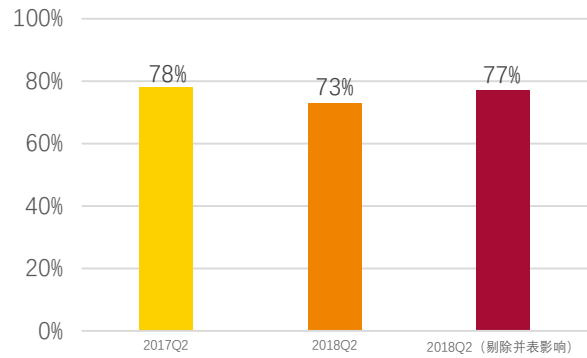
拆分公司财报, 剔除辽宁益康并表影响后, 公司盈利能力并没有下滑, 毛利率与同期基本持平。2018 上半年, 由于辽宁益康的收入并表, 二季度收入 2.04 亿元, 同比下滑 30%, 净利润 5900 万元, 同比下滑 51%。我们进行了测算, 如果剔除掉辽宁益康并表的因素和股权激励费用的因素影响, 单二季度收入增速下滑 35%左右, 净利润同比下滑 25%左右。我们认为, 如果剔除掉辽宁益康的产品对综合毛利率的影响, 原有业务综合毛利率约 77%, 较 2017 年同期仅下滑 1%左右, 毛利率的下滑与产品价格体系调整有关, 而价格体系的调整与公司产品生命周期相关, 但值得注意的是影响程度有限。长期来看, 口蹄疫市场苗价格可能会有一定下降, 但通过每年的工艺改进优化, 成本端长期也会有 1%-2%下降空间, 能够保证毛利率基本稳定。

图 5：毛利率下降，营收同期上涨、净利润同期下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：剔除并表影响，毛利率同期基本持平



资料来源：Wind，天风证券研究所

综上所述，我们认为公司上半年业绩调整属于阶段性的，而市场预期的调整也为大股东带来了提高主动权的机会。这次业绩和股价回调给了大股东增持机会，根据公司于 8 月 28 日发布的《金宇生物技术股份有限公司关于以集中竞价交易方式回购股份的回购报告书》，公司已经开启股份回购计划，拟用于回购公司股份的资金总额不低于 1 亿元，不超过 3 亿元，资金来源为自有资金，在回购股份价格不超过 20 元/股的前提下，预计回购股份数量上限为 1500 万股，占公司目前已发行总股本的 1.28%。此举也有望改变大股东持股比例低的现状。

判断三季度业绩能否形成拐点的关键在于新品 9 月上市之后的销售数据。目前来看，我们认为业绩有望超预期。

3. 2018 年 9 月，三个理由助推业绩超预期！

3.1. 短期：2018 年 9 月起，新产品呼之欲出，多需求亟待满足

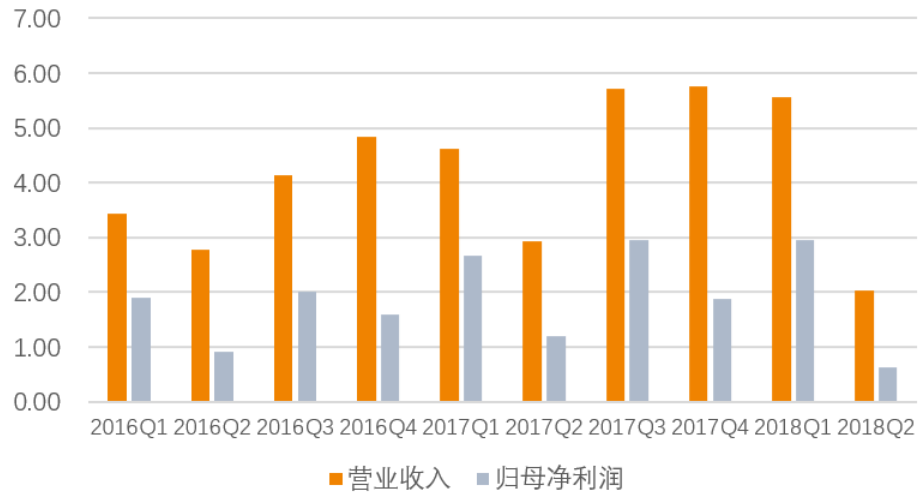
拳头产品领先同类审批进度上市，多需求亟待满足。根据公司公告，OA 口蹄疫二价疫苗 2018 年 7 月 6 号通过连续三批复核试验顺利取得生产批文并开始量产。7 月 7 日开始生产，45 天左右可获得批签发，根据新牧网等报道，新品于 8 月底已开始正式销售。我们认为有多需求亟待满足。

1) 秋防需求：刚需产品迎旺季

做好秋防疫苗工作，猪场好过平安冬天。秋季因气温多变，且候鸟迁徙等促进疫病扩散，做好秋防是猪场确保平安过冬的重要工作，而疫苗的使用是秋防的关键。由于疫苗产品是猪场相对刚需的产品（口蹄疫、圆环、伪狂犬、腹泻等），我们认为，尽管 2018 年受到非洲猪瘟的影响，生猪产业各环节规模化扩张都有不同程度冲击，但对于疫苗企业来说，秋防工作的必要性进一步提升，短期内因猪场对疫苗的免疫覆盖率或将大幅提高，疫苗企业对猪场销售有望得到回暖。

公司业绩在往年旺季期间均表现优异。三季度至次年一季度为疫苗销售旺季，对照 2016、2017 年同期销售情况，三、四季度贡献业绩之和通常占全年营收的 60%。我们认为，公司作为我国疫苗企业中的领军企业，在本年秋防旺季中的市场开拓将同样获益。

图 7：2016Q1-2018Q2 公司单季度营收及归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2) 合规需求：集团客户先替代

批文换发为新品带来市场机遇。根据农业部规定，自 2018 年 7 月 1 日起亚洲 I 型病毒退出免疫，原口蹄疫疫苗生产企业将统一于 2018 年 2 月底换发生产批文，含亚 I 型毒株的疫苗禁止生产和流通，OAI 三价疫苗改用 OA 二价疫苗进行防疫。

公司猪用口蹄疫新品满足下游使用合规疫苗的需求，有望加速替代非合规产品，市场份额有望进一步提升。2017 年及之前，国内有不少猪场采用牛、羊口蹄疫联苗对猪进行口蹄疫预防。造成此种现象主要是由于口蹄疫疫苗生产企业缺少针对猪的 OA 二价疫苗，因此下游企业与养殖户缺少选择，只能对生猪用替代品进行免疫。但这种替代免疫方式在靶向动物指向上存在不合规性。公司于 2018 年 8 月上市的猪 OA 二联苗是专门针对猪用的口蹄疫疫苗，能够妥善解决此种不合规性，截止 9 月行业内包括公司仅两家企业可提供该产品，

我们认为，在行业合规化趋势背景下，随着免疫旺季到来，新产品有望在集团客户率先实现进行快速替代。

3) 补贴需求：“先打后补”推行，进一步减小推广阻力

“先打后补”政策利好优质市场苗。2016 年 7 月农业部、财政部发布《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》，旨在推进动保市场化，明确规定取消猪瘟、蓝耳的强免及推进强免疫苗的“先打后补”。“先打后补”试点规定，列入试点范围的规模养殖场不再申请政府免费强制免疫疫苗，需自主采购农业部批准使用的强制免疫疫苗，免疫合格后可申请补贴。未被列入范围的养殖场依旧由政府免费提供强制免疫疫苗。**规模养殖场“先打后补”，既加大了优质市场苗新品的经济回报，也提高了对市场苗的合规需求，进一步减小了新品的推广阻力。**同时，如果“先打后补”从试点进一步加速推广，补贴标准更为严格，那么合规新产品的市场拓展速度将会超预期。

表 2：“先打后补”政策实施历程

日期	事件
2012 年	国家开始试点，从山东、海南两省份测试“规模化养殖户直补+普通养殖户招标”的新政，逐步取消疫苗的政府采购。
2016 年 7 月 22 日	农业部、财政部发布《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》，明确规定取消猪瘟、蓝耳的强免及推进强免疫苗的“先打后补”。
2017 年 1 月 1 日	上述《通知》正式实施，对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现养殖场自主采购、财政直补。

资料来源：农村农业部官网，天风证券研究所

4) 库存需求：渠道库存出清

考虑到前期公司产品换代，旧有产品已出清，下游渠道和客户对于公司 OA 二价苗新品的补库存需求大，再叠加秋防旺季和合规性需求，我们认为生产的新品有望实现全部销售，我们根据公司往年同期猪用口蹄疫苗供货进行测算产能和收入。

公司满产状态下平均日产 100-120 万头份市场苗（由于公司的差异化定制产品的服务，不同客户需求的产品抗原含量将有所区别，因此销售数量与日均产能或有偏差。），猪口蹄疫 OA 二价苗为公司新品，获得生产批文的日期为 7 月 6 日，产能调整到政府采购苗和新产品的生产上需要时间，因此假设 8 月底开始大量生产。

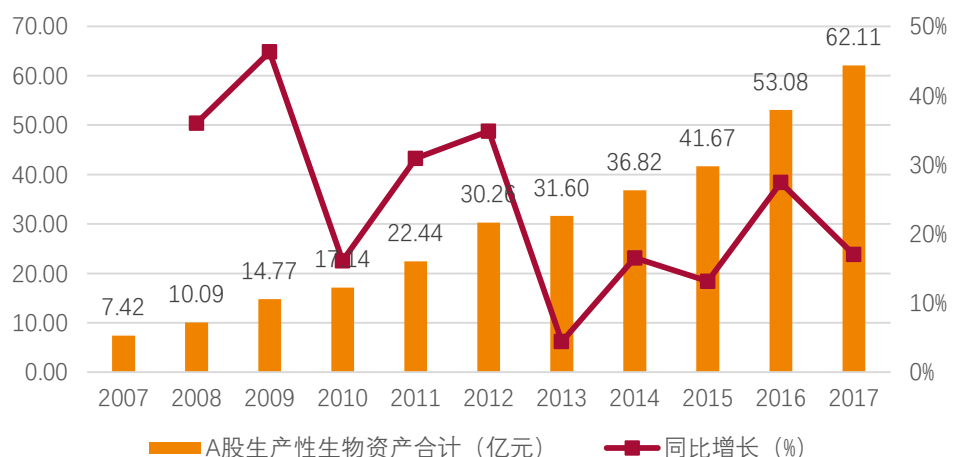
由于库存较低，按照我们的核心假设计算，公司 9 月满产可生产口蹄疫猪 OA 二价疫苗市场价值 1.5 亿元左右。假设 9 月份新品全部销售，基于往年其他产品自然增长，则公司整体单三季度收入将同比增长约 10%。

3.2. 中期：市场保持两位数增长，行业集中度有望提高，替代需求市场被打开

3.2.1. 养殖规模化持续，口蹄疫市场苗空间持续创造

动保下游市场空间高增长，上市公司生物性资产养殖 5 年实现总量翻番。我们根据申银万国行业类-SW 畜禽养殖 II 类统计，A 股中包括温氏股份、牧原股份、雏鹰农牧等 10 余家拥有畜禽类生产性生物资产的公司，其生物资产规模总计从 2008 年到 2013 年，2013 年到 2017 年，平均每 5 年实现一次翻倍。规模化养殖公司是动保市场苗最大消费者，将直接拉动市场苗市场规模扩容。

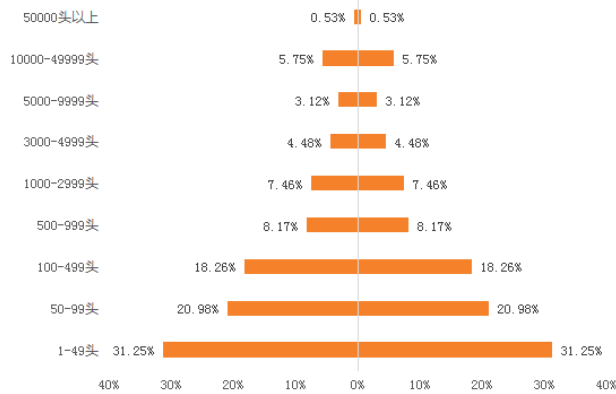
图 8：A 股养殖类上市公司（申银万国行业分类）生产性生物资产规模及同比增长（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

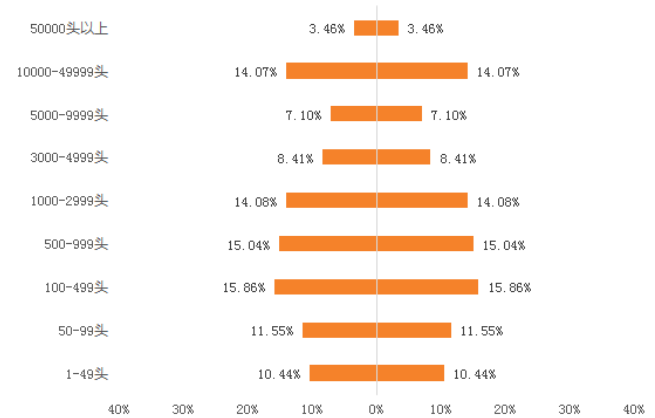
生猪出栏进一步向规模化养殖场集中。根据中国畜牧业年鉴统计，2007年至2015年生猪出栏结构由金字塔结构逐渐演化为纺锤型结构，这反应出规模猪场结构的二大变化：1) 散户大量退出市场；2) 规模化养殖场占比迅速提高。

图 9：2007 年生猪出栏结构占比呈金字塔型



资料来源：统计局、中国畜牧业年鉴，天风证券研究所

图 10：2015 年生猪出栏结构占比呈纺锤型



资料来源：统计局、中国畜牧业年鉴，天风证券研究所

随着规模化的持续提高和公司渠道进一步下沉，口蹄疫市场苗空间进一步扩容，我们认为公司覆盖率提高空间大，公司口蹄疫市场疫苗覆盖国内能繁母猪存栏量有望从 18%提升至 35%。

3.2.2. 大单品有望接棒，各单品边际改善明显

公司现有主要产品优势明显：牛口蹄疫 OA 二价疫苗、猪口蹄疫 O 型疫苗、圆环疫苗、伪狂犬疫苗、BVD-IBR 疫苗、布病疫苗等。

公司两年内新产品梯队将逐个放量：2018 年 8 月猪口蹄疫 OA 二价疫苗、蓝耳疫苗、腹泻疫苗、圆环支原体二联苗、新布病疫苗、禽流感疫苗等。

近几年公司在研发、技术、工艺上的边际改善比较明显，旧有产品逐步升级：根据公司年报，2018 年公司目标为通过偏差管控、内控升级、工艺验证和研产销产品责任“铁三角”的组织保障等综合举措和行动计划，确保在 2018 年包括禽流感（H5+H7）、猪蓝耳病、猪瘟、伪狂犬、猪流感、支原体和梭菌系列等 15 个产品质量达到国际标准。

我们预计公司圆环疫苗 2018 年有望实现收入 2 亿元，蓝耳、伪狂犬等大单品有望接棒。

表 3：公司未来新产品上市进程及市场空间测算

品类	重点产品	技术优势	研发进展	预计市场空间	产品生命周期
猪用	1. 猪口蹄疫 O 型、A 二价灭活疫苗 (Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株 +Re-O/WH/09 株)	一类新兽药 猪专用、填补无 A 型口蹄疫疫苗空白 基因改造更加稳定、95%高度匹配流行疫苗毒株 集成悬浮培养、纯化浓缩 3ABC 纯化，达到 OIE 鉴别标准，区分自然感染与疫苗抗体	2018 年 8 月上市	40 亿元	成长期+成熟期
	2. 猪圆环病毒 2 型杆	真核表达，免疫效果显著优于原核表达系统	2017 年上市	30 亿元	成长期

	状病毒载体灭活疫苗 (CP08 株)	VLP 病毒样粒子达 90%以上 CAP 蛋白 ≥60ug/ml 专利保护进口定制水佐剂 母猪、仔猪均可用			
	3. 猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗 (C 株)	中国分离流行株 (2011 年), 对经典毒株和新流行毒株双重保护 抗原含量 ≥10 ⁶ TCID ₅₀ /头份 自然基因缺失: gl/gE 基因, 毒力不返强 2~8℃保存运输, 耐热保护剂可 4℃保存使用	2018 年 4 月上市	30 亿元	导入期
	4. 猪蓝耳灭活疫苗 (JX-1 株)	创新型灭活工艺, 安全性高, 保证抗原不降解 专利抗原含量检测技术, 可精确定量有效抗原 独立知识产权纯化浓缩技术, 抗原含量 5ug/头份 对经典毒株及流行毒株高保护, 对最新流行 NADC30-like 分支具有保护	2006 年上市, 2018 技术提升	10 亿元	导入期
	5. 猪瘟耐热保护剂活疫苗 (细胞源)	高密度悬浮培养 ST 细胞 高抗原含量 ≥40000 个兔体感染量/头份 无 BVD 及其他外源污染 抗体转阳率 ≥80-90%以上	2013 年上市, 2018 年技术提升	10 亿元	导入期
	6. 猪流感二价灭活疫苗 (H1N1 LN 株 +H3N2 HJ 株)	MDCK 传代细胞培养, 效价更高 国内首创, 一阵两防, 同时防控 H1N1 和 H3N2 接种后 21 日即可产生坚强的保护 独创纯化浓缩技术, 有效减少疫苗免疫应激反应	2018 年 10 月计划上市	10 亿元	导入期
	7. 猪繁殖与呼吸综合征重组病毒活疫苗 (PC 株)	国家二类新兽药, 国内首个获批重组蓝耳疫苗 经典弱毒作为骨架表达高致病性蓝耳免疫蛋白 安全高效, 对经典株和高致病性蓝耳均可防控 重组病毒以经典株作为骨架, 无毒力返强风险	成功获批新药证书, 2019 年第一季度上市	10 亿元	工艺优化
反刍	8. “眸乐优”牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联灭活疫苗	种毒与国内流行毒株高度匹配 首创高密度 MDBK 细胞纯悬浮工艺 独特纯化浓缩技术, 杂蛋白去除 90%	2016 年上市	5 亿元	成长期
	9. 牛羊布什杆菌弱毒活疫苗 (REV1/A19/S19)	OIE 推荐标准疫苗菌株 (REV1/A19/S19) 免疫给药途径改良: OIE 推荐结膜点眼 抗体转阳早、转阳率高 (80%)、转阴快, 可鉴别疫苗和感染抗体 独创细菌物理纯化、浓缩技术	2019 年计划上市	10 亿元	工艺优化
	10. 牛支原体活疫苗 (HB150 株)	国内流行基因缺失毒株 高菌株含量每头份 ≥10 ⁸ CFU 耐热保护剂可 4℃保存使用	2017 年获得临床批件 2020 年上市计划	1 亿元	工艺优化
	11. 牛羊 A 型产气荚膜梭菌灭活疫苗	来源免疫原性良好 A 型产气荚膜梭菌 独特的毒素浓缩工艺, 高效价、低免疫剂量 牛羊通用	2021 年上市	2 亿元	工艺优化
禽用	12. 重组禽流感 (H5+H7) 二价灭活疫苗	高度流行毒株匹配基因重组 疫苗 H1 效价 ≥7log ₂ , 比国家标准提高 2 倍 低温快速乳化工艺, 局部吸收快, 不影响肉质	2017 产品上市	20 亿元	成长期
宠物	13. 狂犬病灭活疫苗	抗原含量高, NIH 检测 6IU 以上, 高于国家标准 4.0IU	2018 技术提升	6 亿元	导入期

独特层析纯化技术抗原纯度 $\geq 85\%$
 总氮含量 $\leq 100\mu\text{g}/\text{犬份}$
 内毒素 $\leq 5\text{EU}/\text{犬份}$ ，远低于行业平均浓度

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

表 4：部分圆环苗厂家及参数、终端价

厂家	毒株	效价	佐剂	灭活剂	终端价(元/头份)
海利生物	LG 株	105.5TCID ₅₀	水质佐剂	甲醛+BEI	12
哈维科					6.5
北京市兽医生物	SH 株	106.0TCID ₅₀	W/O/W	甲醛	8
南农高科					4
普莱柯					
乾元浩					
成都天邦	DBN-SX07 株	105.5TCID ₅₀	O/W	β -丙内酯 BPL	6
福州大北农					16
武汉中博	WH 株	107.0TCID ₅₀	O/W	二乙烯亚胺 BEI	10
武汉科前					12
中牧实业					
金河佑本	ZJ/C 株	107.3TCID ₅₀	W/O	β -丙内酯 BPL	16.8
齐鲁动保					
瑞普生物					
青岛易邦	大肠杆菌表达 (原核表达系统)	$\geq 100 \mu\text{g}/\text{ml}$	W/O		9
普莱柯	大肠杆菌表达 (原核表达系统)	$\geq 100 \mu\text{g}/\text{ml}$	自主研发的水质佐剂		16
金宇优邦	杆状病毒载体 灭活疫苗(CP08株)	$\geq 50 \mu\text{g}/\text{ml}$	水质佐剂		18.9
武汉中博	杆状病毒载体 灭活疫苗(CP08株)	相对效力 ≥ 1.0	W/O		10
勃林格	杆状病毒表达 (真核表达系统)	相对效力 ≥ 1.0	水质佐剂		28.9
诗华	PCV-1-PCV-2株		O/W		22
硕腾	K-15 灭活 PCV1-2 嵌合体		水质佐剂		

资料来源：各公司公告，各公司官网，天风证券研究所

表 5：我国部分伪狂犬疫苗品种

毒株	厂家	抗原含量	佐剂	优势	劣势			
HN1201 株 (尚未上市)	普莱柯			较强的免疫原性				
流行 C 株	金宇生物	106.0TCID50	AD04	较强的免疫原性				
	武汉中博							
	上海创宏							
HB2000 株	武汉科前	105.0CCID50	水佐剂	较强的免疫原性；猪排毒量减少、排毒时间缩短	可能被激活为感染性毒株；可能与野毒重组为强毒株			
	中牧股份							
	东方帝维							
HB-98 株	武汉科前							
	中牧股份							
鄂 A 株	武汉科前							
	中牧股份							
闽 A 株	国产苗							
Bartha K61 毒株	国产苗	103.5CCID50					免疫原性好；价格低廉	毒力可能返强；可导致潜伏感染、散毒
	勃林格	105.2CCID50						
	海博莱	105.5CCID50						
	硕腾（清伪灵）	105.5CCID50						
	硕腾（扑伪佳）	104.5CCID50	油佐剂					
	梅里亚（猪克伪）	106.3CCID50	水包油佐剂					

资料来源：各公司公告、各公司官网、天风证券研究所

3.2.3. 新产业园预计将于 19 年 5 月完成 GMP 动态验收，领跑 2020 年口蹄疫 P3 标准

金宇国际生物科技产业园于 2015 年 11 月在呼和浩特开工，预计 19 年 5 月全部完成 GMP 动态验收，根据 2016 年生物股份非公开发行募集资金可行性报告，将共包括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等六个子项目。

竣工后的金宇生物产业园区将成为行业工艺升级的引领者。园区占地 670 亩，投资 12.5 亿元，拥有 P3 和局部 P4 的生物安全标准，包括灭活苗、活苗、诊断试剂 3 大类产品、4 个智能车间，布鲁氏菌、反刍、新型疫苗车间公司预计 18 年底完成 GMP 动态验收，口蹄疫车间公司预计 19 年 5 月完成 GMP 动态验收。

9 条智能生产线，将具有六大特点：1，首家整体实现智能化制造的生物产业园区；2，园区所有疫苗产品质量全部达到国际标准；3，全球规模最大的动物疫苗智能化制造生产基地；4，三个国家级实验室构成行业一流的科研和交流平台，助力公司从生产向研发服务

转型；5，节能减排绿色制造，水、电、汽单位能耗下降 50%，废水达到零排放标准；6，应用互联网人工智能构建疫病防控、诊断检测、畜产品食品安全可追溯大数据平台。

农业部要求截止 2020 年口蹄疫苗、禽流感活病毒生产满足 P3 标准，公司新产业园将再次领跑。

表 6：金宇生物科技产业园项目建设进程

时间	金宇生物科技产业园项目建设进程
2014 年 3 月	获得呼市经信委的项目备案核准后，就先行利用自有资金开展了土地出让、建设规划方案和生产工艺设计、土建施工和部分进口设备采购等相关工作。
2016 年底	项目已累计完成投资近 4 亿元，其中灭活苗、弱毒活疫苗和布病疫苗车间等三个子项目已完成结构性封顶。
2017 年底	完成农业部 GMP 静态验收；
2018 年	年初完成动态验收并正式投产；被工信部确定为智能制造综合标准化与新模式应用项目。子项目国家兽用疫苗工程实验室和 P3 高级别生物安全实验室预计完成土建施工。
2019 年	预计子项目达到正式使用状态

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

表 7：金宇生物新产业园生产线类型、生产产品及特征

生产线类型	生产产品及特征
口蹄疫疫苗生产线	具备全球设备最先进的口蹄疫疫苗生产线，拥有生物安全 P4 标准、抗原储备库，实现自动化、智能化，产能 120 亿微克
新型疫苗生产线	基因工程疫苗、VLP 病毒样粒子疫苗、核算和蛋白疫苗、CHO 细胞构建表达疫苗、杆状病毒昆虫细胞表达疫苗、反向遗传工程疫苗
诊断试剂生产线	抗原抗体检测产品、国内首个口蹄疫抗原定量检测试剂盒、试剂盒和胶体金检测卡生产线
机器人制造生产线	达到生物安全 P3 标准，机器人操作无污染环境、布病疫苗滴眼给药途径
多联多价疫苗生产线	产能 6.6 亿毫升，粉针剂产能 1.5 亿头份，全球最大反刍动物生产线

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 长期：向平台型企业过渡，做动保解决方案提供商。

我们认为，平台型动保企业是具备核心研发优势并能将其实现商业化的产品，进而获取超额利润并能反哺于核心研发技术的具备自我加强机制的一类企业。当前市场对动保行业的成长空间理解偏线性，对动保企业的估值方式限于对现有产品线性外推，但是平台型动保企业的成长动力来源于研发技术推动新产品放量，因此除了关注已有业务之外，还应重点研究公司长期发展方向和节奏，以此判断公司未来成长的空间和可能性。我们认为，公司动保解决方案完善，研发布局，国际化成熟，未来成长的空间将来源于平台型公司角度对不同管线进行估值：1) 成熟期产品：例如口蹄疫疫苗，该产品在公司主要扮演内生造血的功能；2) 成长期产品：例如圆环疫苗，该产品未来有望继承口蹄疫疫苗扮演输血的功能；3) 导入期产品：例如宠物疫苗，产品一旦解决了渠道上的问题，就很有可能进入成长期。

4. 盈利预测与投资建议

我们认为，9 月份口蹄疫市场苗的销售数据将对公司股价启动时点的判断至关重要，因此我们在后续仍将继续紧密跟踪终端数据。根据我们目前条件判断，公司 9 月市场苗收入有望呈加速增长！

投资建议：我们预计，公司 18/19/20 年收入分别为 23.6/29.8/37.7 亿，净利润分别为 10.2/13.1/16.3 亿元，EPS 分别为 0.87/1.12/1.40 元，在当前市值下，估值优势进一步显现，继续给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,400.65	2,451.76	4,357.71	5,111.67	6,436.84	营业收入	1,517.02	1,901.01	2,363.37	2,981.05	3,769.69
应收账款	279.09	577.87	330.13	849.96	696.68	营业成本	336.97	392.12	557.16	672.74	850.39
预付账款	9.79	4.04	27.55	7.22	33.49	营业税金及附加	11.56	17.30	17.91	24.14	31.13
存货	229.05	230.59	520.36	344.78	734.08	营业费用	234.86	270.92	326.15	411.38	520.22
其他	301.74	854.67	403.27	520.15	604.11	管理费用	178.78	241.24	278.88	351.76	444.82
流动资产合计	3,220.31	4,118.93	5,639.01	6,833.79	8,505.21	财务费用	(14.65)	(34.75)	16.70	19.70	38.20
长期股权投资	152.52	204.26	204.26	204.26	204.26	资产减值损失	14.98	27.07	15.00	15.00	20.00
固定资产	380.89	398.98	361.16	323.33	285.51	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	225.15	303.41	303.41	303.41	303.41	投资净收益	17.80	35.27	40.00	50.00	50.00
无形资产	269.51	353.94	343.90	333.86	323.81	其他	(35.59)	(73.68)	(80.00)	(100.00)	(100.00)
其他	99.31	304.05	160.94	183.58	212.28	营业利润	772.31	1,025.52	1,191.58	1,536.32	1,914.93
非流动资产合计	1,127.39	1,564.64	1,373.67	1,348.44	1,329.27	营业外收入	8.99	0.23	4.38	4.53	3.05
资产总计	4,347.71	5,683.57	7,012.68	8,182.22	9,834.48	营业外支出	1.76	0.38	1.01	1.05	0.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	779.54	1,025.37	1,194.95	1,539.80	1,917.17
应付账款	232.23	320.79	453.40	467.80	714.01	所得税	136.78	157.16	179.24	230.97	287.58
其他	270.37	740.62	443.14	534.02	628.70	净利润	642.76	868.21	1,015.71	1,308.83	1,629.59
流动负债合计	502.59	1,061.41	896.54	1,001.82	1,342.71	少数股东损益	(1.78)	(1.89)	(3.07)	(3.47)	(4.26)
长期借款	0.00	2.58	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	644.54	870.09	1,018.78	1,312.30	1,633.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.55	0.74	0.87	1.12	1.40
其他	92.45	141.64	93.55	109.21	114.80						
非流动负债合计	92.45	144.22	93.55	109.21	114.80						
负债合计	595.04	1,205.64	990.09	1,111.04	1,457.51						
少数股东权益	3.28	7.25	4.19	0.71	(3.55)	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	613.15	899.15	1,170.54	1,170.54	1,170.54	成长能力					
资本公积	1,245.01	1,558.81	1,545.48	1,547.70	1,550.67	营业收入	21.70%	25.31%	24.32%	26.14%	26.46%
留存收益	3,168.86	4,046.18	4,847.87	5,899.94	7,209.98	营业利润	30.78%	32.79%	16.19%	28.93%	24.64%
其他	(1,277.64)	(2,033.47)	(1,545.48)	(1,547.70)	(1,550.67)	归属于母公司净利润	34.36%	34.99%	17.09%	28.81%	24.50%
股东权益合计	3,752.66	4,477.94	6,022.59	7,071.19	8,376.97	获利能力					
负债和股东权益总	4,347.71	5,683.57	7,012.68	8,182.22	9,834.48	毛利率	77.79%	79.37%	76.43%	77.43%	77.44%
						净利率	42.49%	45.77%	43.11%	44.02%	43.34%
						ROE	17.19%	19.46%	16.93%	18.56%	19.50%
						ROIC	65.95%	66.94%	59.55%	87.92%	93.47%
						偿债能力					
						资产负债率	13.69%	21.21%	14.12%	13.58%	14.82%
						净负债率	-14.63%	-40.33%	-20.73%	-47.63%	-47.76%
						流动比率	6.41	3.88	6.29	6.82	6.33
						速动比率	5.95	3.66	5.71	6.48	5.79
						营运能力					
						应收账款周转率	5.67	4.44	5.21	5.05	4.87
						存货周转率	6.73	8.27	6.29	6.89	6.99
						总资产周转率	0.44	0.38	0.37	0.39	0.42
						每股指标(元)					
						每股收益	0.55	0.74	0.87	1.12	1.40
						每股经营现金流	0.65	0.76	1.15	0.84	1.40
						每股净资产	3.20	3.82	5.14	6.04	7.16
						估值比率					
						市盈率	29.97	22.20	18.96	14.72	11.82
						市净率	5.15	4.32	3.21	2.73	2.30
						EV/EBITDA	21.06	24.56	11.78	8.74	6.33
						EV/EBIT	22.27	26.12	12.25	9.01	6.48

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com