

投资评级：增持(首次评级)

当前价格(元)： 15.77

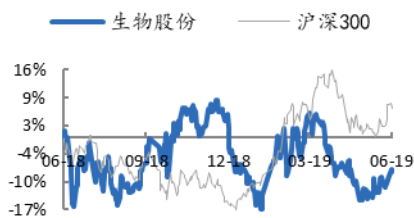
合理价格区间(元)： 16.55~18.53

证券分析师
刘敏

资格编号： S0120519040001

电话： 021-68761616-6213

邮箱： liumin@Tebon.com.cn

联系人
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	4.3	-1.4	-13.1
相对涨幅 (%)	-1.5	2.1	-14.6

资料来源：德邦研究

相关研究

动保龙头优势明显 复产周期王者归来 生物股份(600201)

投资要点：

- **整个动物疫苗市场处于快速上升期。**我国每年出栏7亿头猪、130亿羽禽类、3亿头牛羊，而疫苗销售额仅200多亿元，占比整个畜牧业养殖成本不到1%，而在美国这个数字约为4.5%。所以整个动物疫苗市场在整个容量上还有3到4倍的空间。现阶段我国养殖业规模化养殖比例不断提高，政策方面农业部大力推广先打后补政策，都是动物疫苗市场直接的推动力。特别是此次非洲猪瘟疫情对于养猪散户是极大的打击，预计在今年规模养殖户占比会大幅提升，推升疫苗渗透率加速增长。

口蹄疫霸主地位进一步巩固。公司是唯一能提供猪用OA二价苗的疫苗生产商，之前并无猪用A型口蹄疫疫苗，所以其产品于2018年8月底一经上市，单月即取得2.8亿元销售额的好成绩。后由于非洲猪瘟的影响，出货速度放慢，但是截至目前公司已经签批98批次的OA二价苗，而另一生产商仅签批43批次。其他竞争对手的OA二价苗虽然已经获得新兽药证书，但是预计最早8月才能获得生产证书。

新品优势明显有望复刻成功。公司猪圆环和布病疫苗新品在产品质量上都极富竞争力，或媲美国外产品或是国内唯一，这两个产品又有足够的市场空间，都有望借力公司已有的销售渠道，成为公司新的业务增长点，复刻在口蹄疫领域的成功。

智能制造产线即将投产。公司按照智能制造标准建设的新厂区2019年可全部完工，将带来公司在产品生产、工艺研发、生物安全三个方面巨大的提升。一是制造成本下降，根据测算，新园投产后，水、电、汽等单位能耗比业内平均水平下降近50%，而且新产线100%全工艺流程自动化，届时单车间工人数量将大幅减少。二是研发能力进一步加强，新园区建成后公司将拥有三大国家实验室、四大研究中心和五大技术平台，形成科技创新的强大支撑。三是提前完成生物安全布局，农业部要求截至2020年口蹄疫疫苗、禽流感活病毒生产必须满足P3标准要求，公司领先同业1年左右时间完成升级。

首次覆盖，予以“增持”评级。基于公司稳定经营、生猪出栏情况逐渐好转、规模化养殖占比增加的假设，我们预测公司2019-2021年营业收入分别为17.06亿元、20.23亿元、23.76亿元，同比增速分别为-10.0%、18.6%、17.5%；实现归母净利润分别为6.44亿元、7.67亿元、8.98亿元，同比增速分别为-14.7%、19.2%、16.7%。公司股价合理估值在16.55-18.53元之间，分别对应2020年25和28倍PE。

风险提示：非洲猪瘟疫情失控；竞争对手技术超越；新品出现质量问题。

股票数据

总股本(百万)	1,170.54
流通A股(百万)	1,170.54
52周内股价区间(元)	18.59-14.21
总市值(百万)	18,615.73
总资产(百万)	6,212.15
每股净资产(元)	4.42

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1901	1897	1706	2023	2376
(+/-) YoY (%)	25.3%	-0.2%	-10.0%	18.6%	17.5%
净利润(百万元)	870	754	644	768	896
(+/-) YoY (%)	35.0%	-13.3%	-14.7%	19.2%	16.7%
全面摊薄EPS(元)	0.75	0.65	0.56	0.66	0.77
毛利率(%)	79.4%	72.5%	69.3%	70.1%	70.1%
净资产收益率(%)	19.5%	15.0%	12.5%	13.9%	14.9%

资料来源：公司年报(2017-2018)，德邦研究

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内疫苗领军企业	5
1.1 聚焦主业 自强崛起	5
1.2 股权分散 内部人治理	5
1.3 技术领先同业 市场思维引导	6
1.4 业务高速发展 运营效率领先同业	7
2. 国内动物防疫市场发展潜力巨大	9
2.1 我国动物疫苗市场处于初级阶段	9
2.1.1 市场结构不平衡	9
2.1.2 产品同质化竞争力弱	11
2.2 国内动物疫苗市场蓬勃发展	12
2.2.1 规模化养殖驱动防疫率提升	12
2.2.2 市场苗不断替代政采苗	14
2.2.3 主动防疫意识提高	14
3. 立足口蹄疫 开拓新品类	15
3.1 口蹄疫新品稳固龙头地位	15
3.2 猪圆环市场国产化替代	16
3.3 联合诗华进军布病市场	18
3.4 收购益康生物进军禽流感市场	18
4. 新园确保优势 并购保持扩张	20
4.1 智能制造园区即将全面投产	20
4.2 扩张业务领域 并购谋求发展	21
5. 盈利预测和投资建议	21
6. 风险提示	24

图表目录

图 1 生物股份历史.....	5
图 2 公司是我国悬浮工艺市场的先驱.....	6
图 3 公司历史收入情况.....	7
图 4 公司历史毛利情况.....	7
图 5 公司归母净利润情况.....	7
图 6 公司毛利和净利情况.....	7
图 7 公司三费情况走势.....	7
图 8 研发投入情况.....	7
图 9 ROE 同业对比.....	8
图 10 ROA 同业对比.....	8
图 11 毛利率同业对比.....	8
图 12 净利率同业对比.....	8
图 13 销售费用同业对比.....	8
图 14 管理费用同业对比.....	8
图 15 动物疫苗产业规模.....	9
图 16 2015 年国产动物疫苗市场不同渠道销售额比例.....	9
图 17 2015 年我国动物疫苗市场国产率.....	10
图 18 动物疫苗进口情况.....	10
图 19 动物疫苗市场结构.....	10
图 20 动物疫苗厂商产能利用率.....	11
图 21 动物疫苗前十大厂商市场占有率.....	11
图 22 我国出栏结构.....	12
图 23 环保高压清退中小养殖场.....	12
图 24 不同规模养殖户疫苗费用占比收入.....	13
图 25 温氏和牧原头均防疫成本情况.....	13
图 26 美国养猪场出栏分布.....	14
图 27 日本养猪场出栏分布.....	14
图 28 不同年代美国同一养殖场同一年龄成鸡对比.....	14
图 29 口蹄疫招采苗市场格局.....	15
图 30 口蹄疫市场苗市场格局.....	15

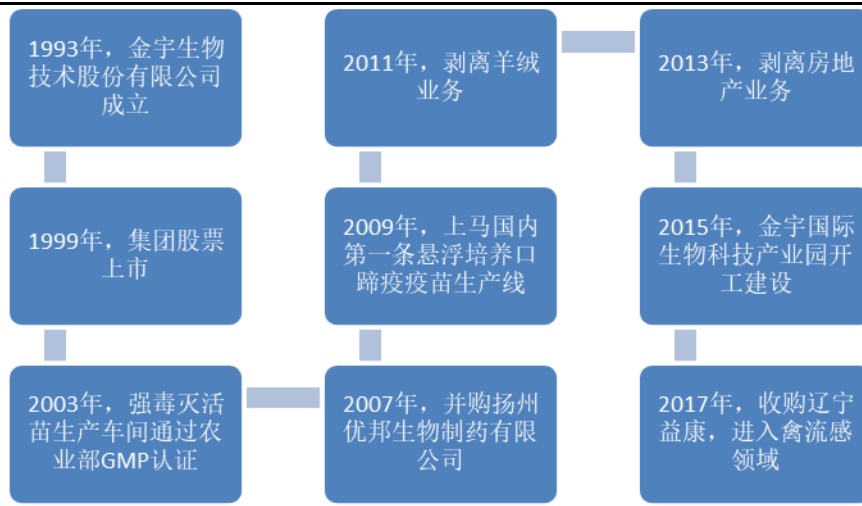
图 31 农业部停用 I 型口蹄疫疫苗公告	16
图 32 猪用 OA 二价苗签发批次情况	16
图 33 2016 年猪圆环市场销售规模	17
图 34 猪圆环市场格局	17
图 35 公司布病生产和销售情况	18
图 36 辽宁益康业务结构	19
图 37 公司历史 PE 情况	24
表 1 公司股权结构	5
表 2 疫苗细分品类市占率情况	12
表 4 政采苗和市场苗质量对比	14
表 5 口蹄疫产品和供应商情况	16
表 6 猪圆环免疫率	17
表 7 各类疫苗价格比较	17
表 8 辽宁益康业绩情况	19
表 9 禽流感疫苗生产资质情况	19
表 10 禽流感疫苗中标价格	20
表 11 公司新园区产线情况	20
表 12 公司园区建设进度	20
表 13 硕腾并购扩张历史	21
表 14 政采苗业务预测	22
表 15 市场苗业务预测	22
表 16 猪圆环业务预测	22
表 17 禽流感疫苗业务预测	23
表 18 公司业绩情况表	23

1.国内疫苗领军企业

1.1聚焦主业 自强崛起

金宇生物技术股份有限公司（生物股份）成立于1993年，1999年1月在上海证券交易所上市。公司前期的业务比较多元化，包括动物生物药品制造、房地产开发、羊绒纺织等。2011年，公司剥离长期亏损的羊绒等业务，2013年剥离房地产业务，集中力量于疫苗领域。一手抓技术在国内率先采用悬浮培养技术、纯化工艺和含量检测技术；一手抓销售，开创点对点直销服务，形成养殖场定制服务方案。经过数年的发展一举奠定口蹄疫市场苗龙头企业。

图1 生物股份历史



资料来源：德邦研究

1.2股权分散 内部人治理

公司目前为管理层治理模式，没有绝对的大股东，剔除港股通持股，最大的股东内蒙古金宇生物控股有限公司（管理层控制）持股比例仅为10.55%。公司2002年之前的大股东为呼市国有资产管理局，后大股东转让变更为大象创业投资有限公司。在之后持续数年的公司控制权之争后，大象创投逐步退出，2015年以后完全退出。

表1 公司股权结构

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	香港中央结算有限公司(陆股通)	134,221,703	11.57%
2	内蒙古金宇生物控股有限公司	122,304,000	10.55%
3	中国证券金融股份有限公司	26,874,185	2.32%
4	张翀宇	18,358,916	1.58%
5	中央汇金资产管理有限责任公司	17,124,744	1.48%

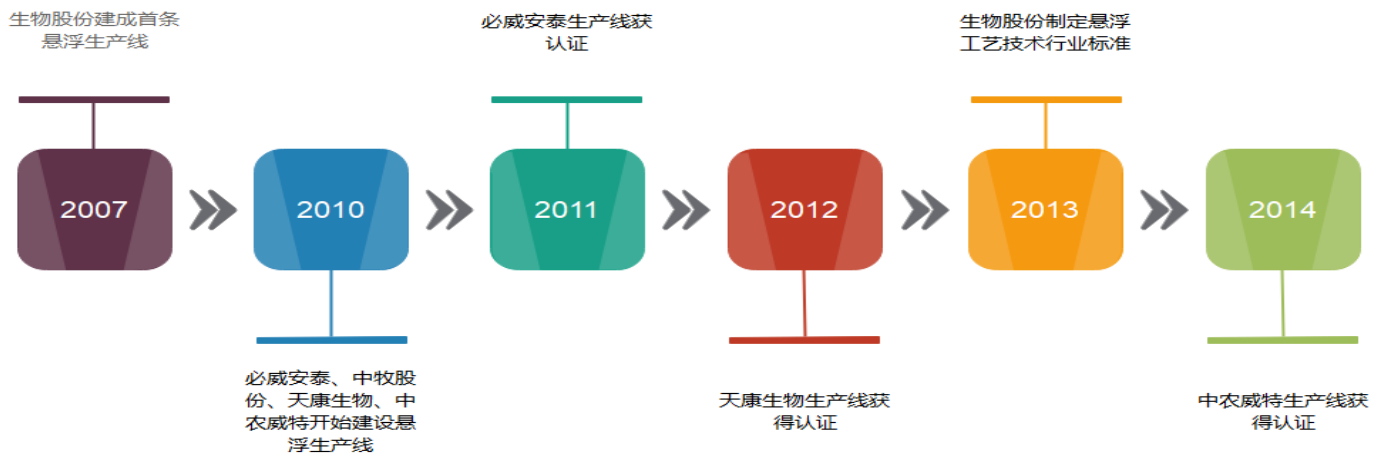
6	中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	13,775,637	1.19%
7	鲁丹丹	10,278,640	0.89%
8	中国银行-华夏回报证券投资基金	8,263,311	0.71%
9	中国农业银行股份有限公司-富兰克林 国海弹性市值混合型证券投资基金	7,869,552	0.68%
10	挪威中央银行-自有资金	6,732,444	0.58%

资料来源：公司公告，德邦研究

1.3 技术领先同业 市场思维引导

主动变革技术，取得工艺领先是公司过去 10 年取得成功的关键。公司于 2008 年率先攻克悬浮培养技术难关，2009 年建成国内第一条悬浮培养技术的牛口蹄疫疫苗生产线，2010 年完成了牛口蹄疫、猪口蹄疫疫苗的悬浮培养技术改造；2011 年采用先进的悬浮培养和纯化工艺技术对于传统口蹄疫疫苗质量标准进行全面升级。公司还在疫苗抗原测定方面实现突破，发明了国内首家定量检测口蹄疫抗原 146S 含量的检测技术。截至 2018 年，公司牵头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新标准。

图 2 公司是我国悬浮工艺市场的先驱



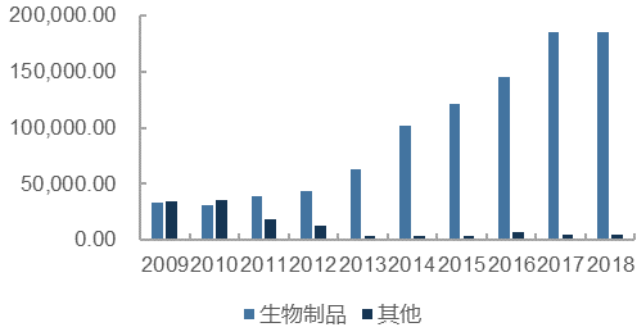
资料来源：公司官网，德邦研究

主动找客户，销售渠道创新转化技术优势。之前的口蹄疫市场主要为政府采购市场，实际的招标竞争体现在价格、人脉和服务等软指标上。公司在产品工艺升级以后，在 2012 年引入市场化营销模式，组建专家型营销团队，不断改善升级销售体系。目前公司的销售体系分为三个层次，第一个是超大型农牧集团（温氏股份、牧原股份、正大集团等）直营模式；第二个是省份自营模式，先覆盖广西、湖南、山东，这些区域中小客户溢价能力不是很强，通过公司自营来压缩中间渠道利润；第三个是经销模式。通过几年的实践和发展，公司实现了产品品质+技术服务+营销渠道+市场品牌的整合，成功开辟口蹄疫市场苗市场。目前，公司覆盖能繁母猪约 700 万头，按照 6 月份的母猪存栏数量，在我国每 4 头母猪就有一头用的是生物股份的产品。

1.4业务高速发展 运营效率领先同业

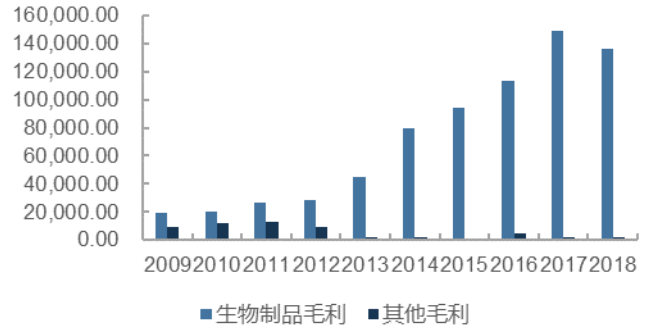
公司是我国最大的生物制品公司，主要产品为口蹄疫疫苗、猪圆环疫苗、禽流感疫苗等。其中口蹄疫产品是公司的龙头产品，占据了近50%的市场份额。过去几年来，得益于生猪存栏量增长和养殖规模化，公司收入从2009年的6.86亿元增长到2018年的18.96亿元，十年的CGAR高达12%。2018年毛利率高达72.5%，相较2009年的41.81%大幅提升。得益于此，公司归母净利率从2009年的0.66亿元增长到2018年7.54亿元，十年的CGAR高达30.98%。

图3 公司历史收入情况



资料来源：公司年报，德邦研究

图4 公司历史毛利情况



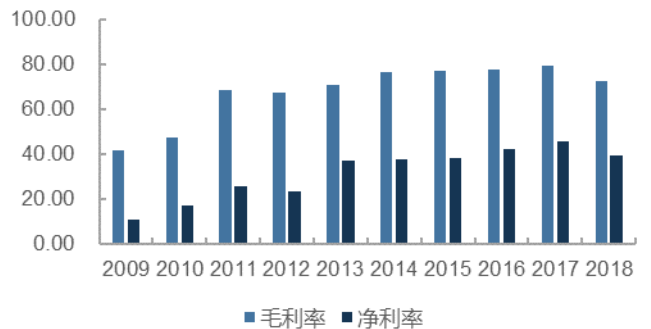
资料来源：公司年报，德邦研究

图5 公司归母净利润情况



资料来源：WIND，德邦研究

图6 公司毛利和净利情况

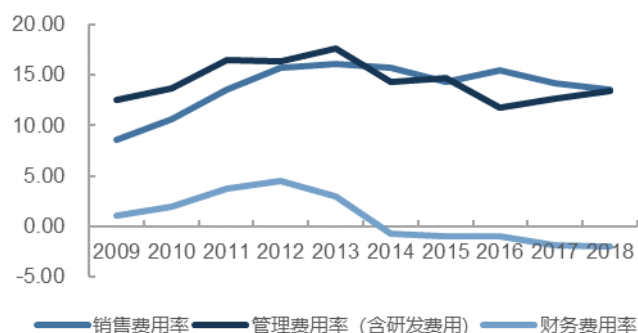


资料来源：WIND，德邦研究

由于非洲猪瘟疫情严重，全国生猪存栏大幅下降。2018年下半年，公司收入和利润出现较大下滑，其中2018Q4收入同比下滑19.37%，利润下滑60.83%，2019Q1收入下滑40.06%，利润下滑46.46%。尽管如此，公司运营效率仍在提高，近年来销售费用和财务费用持续走低。研发投入也保持在高位，研发总支出占比收入从2014年的2.63%增长到2018年的8.83%。

图7 公司三费情况走势

图8 研发投入情况



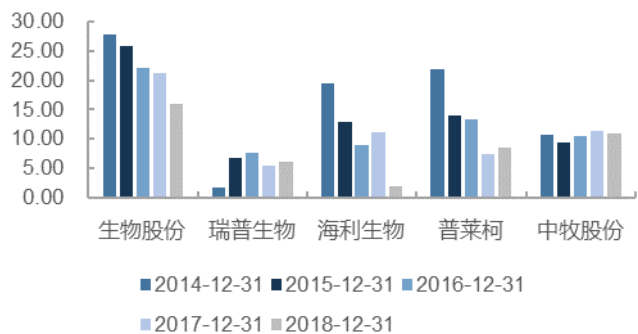
资料来源: WIND, 德邦研究



资料来源: WIND, 德邦研究

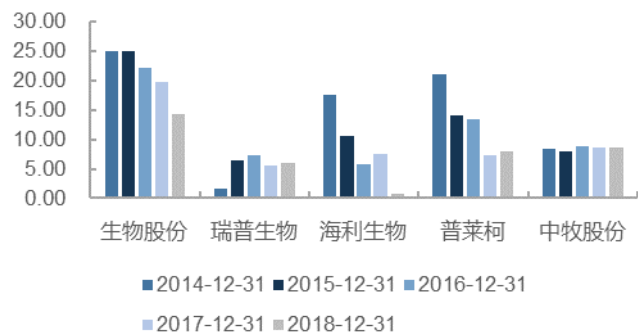
各项财务指标显著优于同业。公司 ROE 和 ROA 水平在 15 年定增后有所下降 (募集资金投入厂区尚未完全建成), 但是仍然显著好于同业。特别是净利润率, 在同业普遍下跌或者持平的情况下, 从 37% 增长至 39.52%。盈利能力强主要源自于公司的产品力和销售网络, 合理的管理使得公司的管理费用和销售费用也低于同业 (中牧股份疫苗收入占比仅为 1/4, 刨除其贸易收入, 实际费用率高于生物股份)。可以说, 公司是当之无愧的国内动物疫苗龙头企业。

图 9 ROE 同业对比



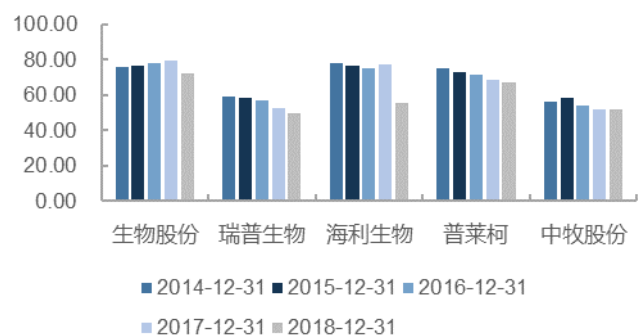
资料来源: WIND, 德邦研究

图 10 ROA 同业对比



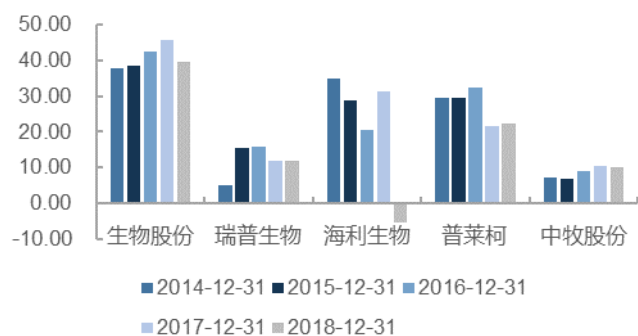
资料来源: WIND, 德邦研究

图 11 毛利率同业对比



资料来源: WIND, 德邦研究

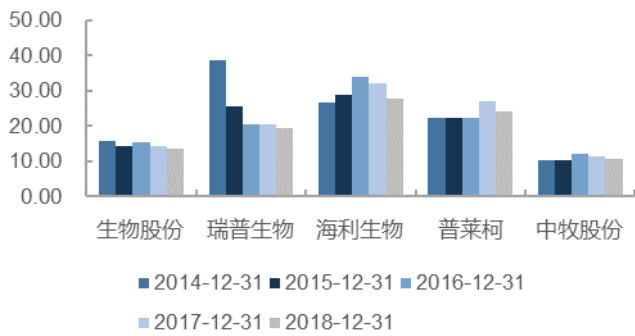
图 12 净利率同业对比



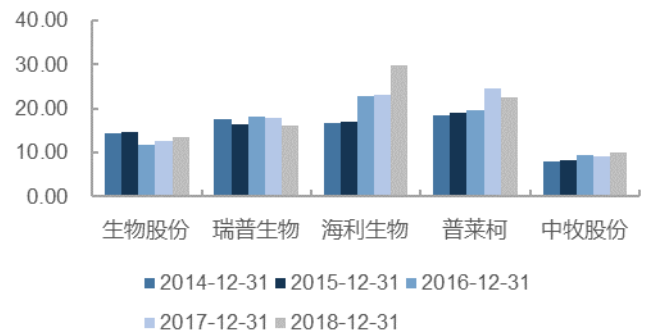
资料来源: WIND, 德邦研究

图 13 销售费用同业对比

图 14 管理费用同业对比



资料来源: WIND, 德邦研究



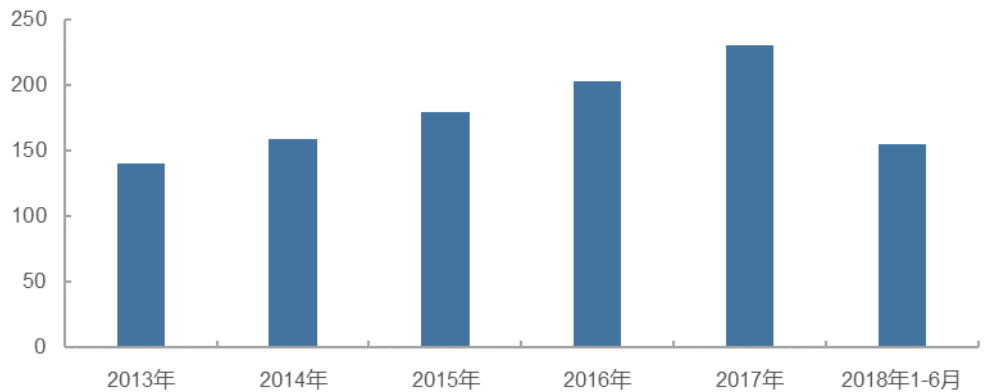
资料来源: WIND, 德邦研究

2.国内动物防疫市场发展潜力巨大

2.1我国动物疫苗市场处于初级阶段

近一个世纪以来,我国动物疫苗行业经历了从无到有→粗放式发展→政府招标规模扩大→产业升级→市场苗提质提价的发展历程。我国动物疫苗行业起步于 1918 年成立的青岛商品检疫局血清所,1952 年我国第一部《兽医生物药品制造与检验规程》的出台推动行业步入粗放式发展阶段,2001 年口蹄疫疫苗被纳入强制免疫范围,政府采购市场就此打开。2007 年猪瘟、猪蓝耳等病被纳入强制免疫范畴后,政采苗规模迅速扩大,而后产业技术不断升级。2010 年开始,市场苗开始成为行业增长主动力。至 2017 年,猪瘟、蓝耳病取消强制免疫以及口蹄疫“先打后补”,动物疫苗市场化程度得到深化。

图 15 动物疫苗产业规模

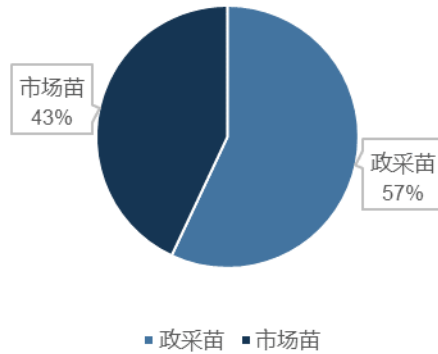


资料来源: 观研天下数据中心, 德邦研究

2.1.1 市场结构不平衡

我国动物疫苗市场仍然以政采苗为主力。疫苗的大量使用属于养殖规模化后的发展阶段,目前我国养殖仍然以中小规模养殖场为主,防疫水平处于较初级阶段,大规模使用疫苗来进行疾病防疫的意识仍然偏弱。所以,整个市场中,强制免疫疫苗仍然是主导,而其中政府是最大的采购力量。

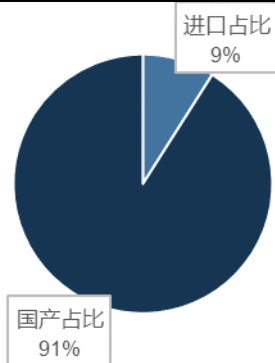
图 16 2015 年国产动物疫苗市场不同渠道销售额比例



资料来源：中国兽药协会，德邦研究

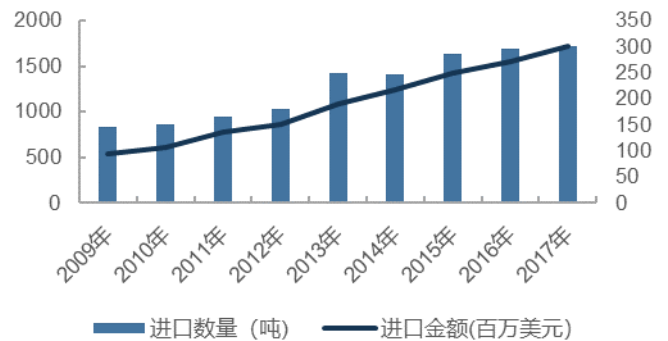
疫苗供给以国产为主，进口苗占比较低。在强免疫苗领域有政策壁垒的情况下，国外进口疫苗在国内市场占有率比较低。从公司情况看，前几大巨头均有产品在国内投放。从产品类型上看，多数公司的产品为小众产品，仅有部分公司提供猪圆环疫苗、伪狂犬病疫苗、猪支原体疫苗等。从采购数量来看，属于波动上升阶段。从采购金额看，稳步上升，说明中高端产品需求旺盛。

图 17 2015 年我国动物疫苗市场国产率



资料来源：中国产业信息网，德邦研究

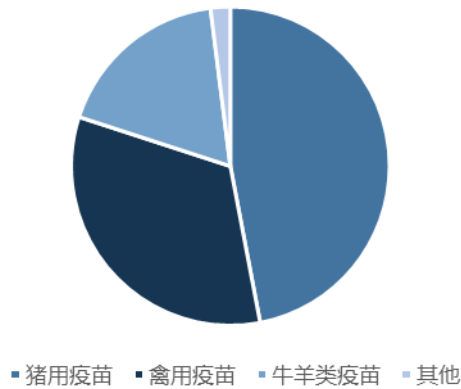
图 18 动物疫苗进口情况



资料来源：海关总署，德邦研究

疫苗品种高度集中，前六疫苗占比近 50%。我国疫苗使用情况和畜牧业情况密切相关，整体呈现猪>禽>牛羊的格局，猪用疫苗占比约 47%，禽用约 33%。具体从品类来说，禽流感病毒规模最大，2016 年约为 30 亿元。第二名为口蹄疫疫苗，2016 年市场规模约为 30 亿元。第三名为猪圆环疫苗，2016 年市场规模约为 14 亿元。第四到六名，分别为猪蓝耳、猪瘟和布病。前六大疫苗的市场总规模约为 85 亿元，占全部疫苗规模的 42%。目前即使是规模最大的禽流感疫苗，其政采苗的渗透率约为 80%，市场苗渗透率约为 9%，还有极大的扩张空间。

图 19 动物疫苗市场结构

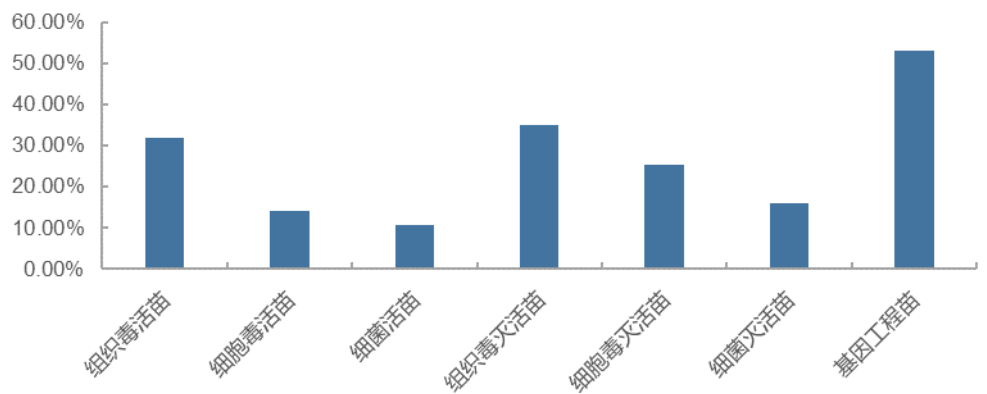


资料来源：产业信息网，德邦研究

2.1.2 产品同质化竞争力弱

由于行业同质化严重，整体动物制品行业的产能利用率不高。国内动物疫苗生产企业超过 93 家，其中诸多为依赖政采苗市场存在的小型企业。产品同质化非常严重，工艺水平也较为落后，常见的疫苗比如猪瘟有 50 家生产商、蓝耳病有 34 家、猪伪狂犬病有 42 家。以猪伪狂犬病为例，Bartha-K61 毒株对于现在的病毒效果有效率仅为 50%，但是仍然有 39 家企业提供该毒株疫苗产品，仅有 17 家提供其他毒株疫苗产品。

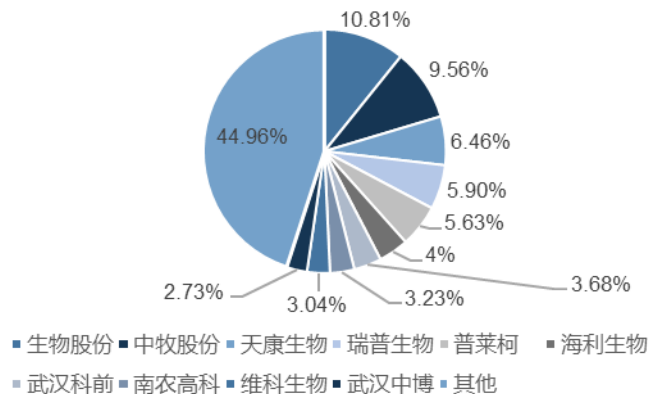
图 20 动物疫苗厂商产能利用率



资料来源：中国兽药协会，德邦研究

行业的集中度虚高，尚无绝对龙头。由于主要的疫苗品种都是政采苗品种，必须是指定生产，所以从总量上看前十大疫苗生产商市场占有率达 55.04%。但是细看各个市场，再每一个领域的细分龙头并不完全一致，还存在很大的整合并购空间。

图 21 动物疫苗前十大厂商市场占有率



资料来源：兽药产业发展报告，德邦研究

表 2 疫苗细分品类市占率情况

疫苗市场	龙头	市占率
口蹄疫	生物股份	39.70%
猪圆环	勃林格	29.5%
伪狂犬	武汉科前	28.3%
猪蓝耳	外资品牌	37.5%
猪瘟	广东永顺	29.1%
禽流感	青岛易邦	18.7%

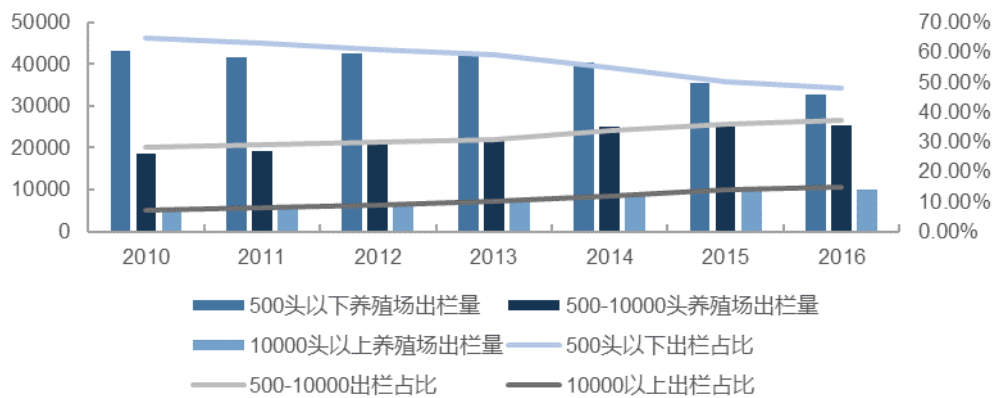
资料来源：产业信息网，《中国伪狂犬疫苗市场调研情况》，德邦研究

2.2 国内动物疫苗市场蓬勃发展

2.2.1 规模化养殖驱动防疫率提升

行业本身在自发向规模化演变。规模化养殖对比散户养殖在成本上有明显优势，特别是大型养殖场对抗周期型更强，所以，国内养殖场自发的向大规模养殖演进。500 头以下养殖场出栏量从 4.3 万亿头下降到 3.3 万亿头，占比从 65% 下降到 48%。

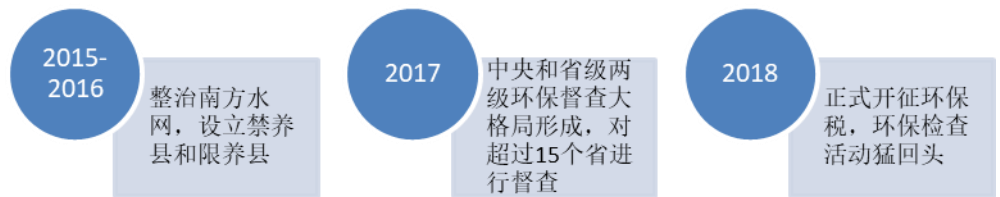
图 22 我国出栏结构



资料来源：博亚和讯，德邦研究

环保压力加速规模化进程。2015 年中期开始的环保整治设置了大量禁养区和限养区，这些地区的散户大量退出，无法满足环保要求的中小养殖户也陆续退出。2017 年又开始了新一轮的环保整治，禁养区面积继续扩大。目前来看，环保要求进入严密监控期，也不定期或有回头看等检查，无法满足环保要求的中小养殖户逐步离场是一个确定的过程。

图 23 环保高压清退中小养殖场

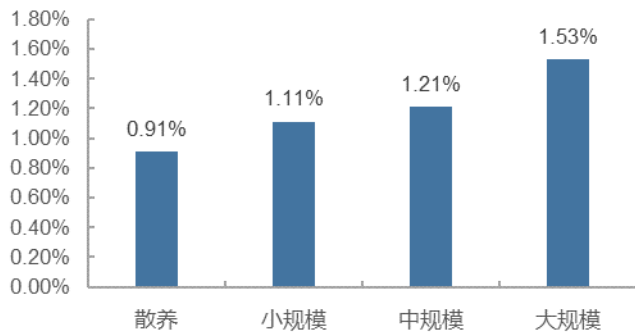


资料来源：相关新闻整理，德邦研究

重大疫病驱逐不规范散户。每一次重大疫情总是会带来大量抗风险能力弱、饲养管理不规范、防疫等级低的中小养殖户退出市场。最近蔓延的非洲猪瘟也不例外，因为泔水养殖是重要的传播途径之一，所以国家加强了对于泔水养殖的检查力度，比如湖北省强制关闭 938 家养猪场，禁止泔水养殖 3643 家。在更复杂的生物环境中，散养农户必将不断被迫离场。

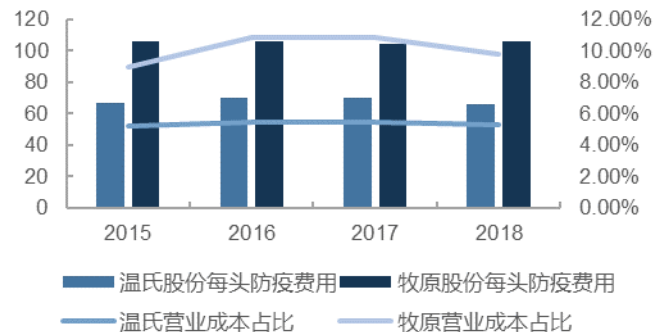
规模化养殖场疫苗渗透率更高。对比散养小户，规模化企业的养猪密度更大，相应的防疫级别更高，防疫措施也更完备。还有就是价格方面，防疫成本在目前养殖的成本中占比并不高，但是防疫确实带来的损失却无比巨大。所以，在猪出栏整体相对稳定的情况下，规模化养殖的比例提升带来疫苗渗透率提升进而拉动整个市场增长。

图 24 不同规模养殖户疫苗费用占比收入



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，德邦研究

图 25 温氏和牧原头均防疫成本情况



资料来源：温氏股份年报，牧原股份年报，德邦研究

对比国外我们规模化空间仍然很大，也意味着动物疫苗市场还有极大市场空间。美国的动物防疫行业发展史就是一部行业规模化养殖史，整个市场随着规模化养殖提升而提升。从市场集中度看，目前我国对比美国市场集中度还很低，我国的 CR5 仅为 5% 左右，而美国 CR5 达到 38%。从规模化养殖比例看，目前我国 500 头以下养殖场占比在 50% 附近，远远高于美国日本等发达国家的比例。

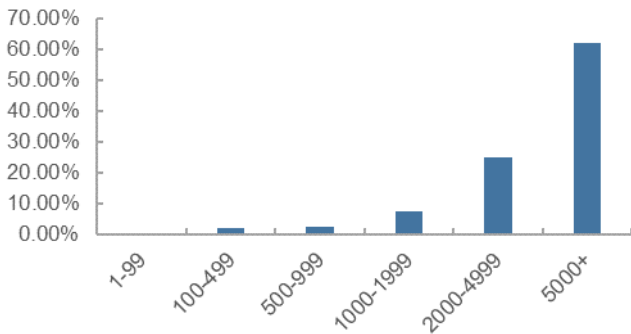
表 3 美中养猪企业市场集中度对比

美国生猪企业 TOP5	市占率	中国生猪养殖 TOP5	市占率
Smithfield	18%	温氏股份	3.10%
Triumph Foods	8%	牧原股份	1.42%
The Maschhoffs	4%	正大集团	0.74%
Seaboard Corp.	4%	雏鹰农牧	0.35%
Prestage Farms	3%	其他公司	0.33%

CR5	38%	CR5	5.94%
-----	-----	-----	-------

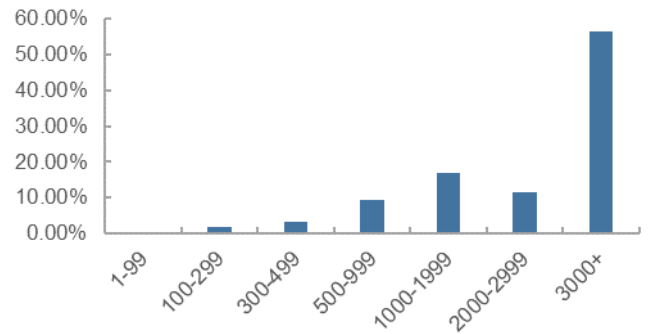
资料来源：中国产业信息网，德邦研究

图 26 美国养猪场出栏分布



资料来源：Wind，德邦研究

图 27 日本养猪场出栏分布



资料来源：Wind，德邦研究

2.2.2 市场苗不断替代政采苗

先打后补政策的推出鼓励市场苗推广。2012 年开始试点，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 月农业部、财政部正式发布《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》，在取消猪瘟、蓝耳的强免同时，推进其他强免苗实施“先打后补”，扩大试点范围。湖北、新疆、天津、广东、江西、广西等多个省市先后开始实施该规定。“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提供的强制疫苗，而是自主采购，在免疫合规后，可以申请补贴。从实际实行的各个省来看，多数省份的补贴金额小于市场苗的购买价格，但是我们认为这并不妨碍企业选择更优质的市场苗，疫情带来的损失和劣质疫苗带来的应激减重远大于疫苗价格差。

市场苗质量显著好于政采苗，养殖企业选择率更高。在强制免疫疫苗招标体制下，疫苗购买者和疫苗使用者相分离。在入围标准较低的情况下，这些年的实际情况是大打价格战，中标价格甚至大幅低于指导价格，优质的企业无法胜出。而这又会导致恶性循环，较低的价格使得政采苗质量进一步下降。故而我们判断，强免疫苗领域市场化的推进会加速市场苗的渗透。

表 4 政采苗和市场苗质量对比

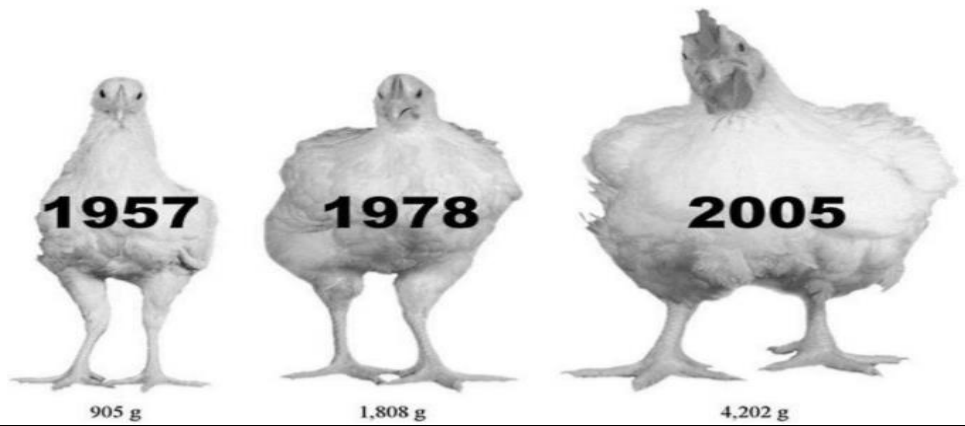
口蹄疫疫苗	有效抗原含量	效力	副作用	价格 (元/毫升)
政采苗	1ug/ml	较差	杂蛋白较高	0.4-0.5
市场苗	5ug/ml	好	杂蛋白较低	4-5

资料来源：中国产业信息网，德邦研究

2.2.3 主动防疫意识提高

生产效率提高呼唤预防意识。如今动物行业繁殖效率远比之前大大提高，育肥周期大大缩短。时间就是金钱，对比生病后治疗，使用疫苗可以在不影响生产周期的情况下进行防疫。所以，同人类疾病的防治原则一样，预防优先级高于治疗，特别是还有许多疾病并无有效治疗方式。

图 28 不同年代美国同一养殖场同一年龄成鸡对比



资料来源: Reddit, 德邦研究

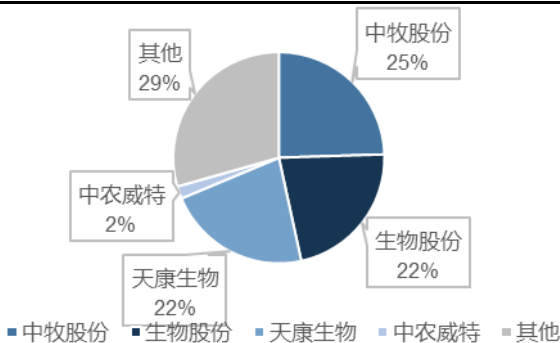
食品安全的不断提升，倒逼养殖户减少兽药使用。只要使用兽药，一般都会在动物体内留下残余。国际上兽药残留安全限量标准主要以国际食品法典委员会（CAC）制定的标准为主要依据。我国兽药残留限量标准主要参考 CAC，少量参考美国和欧盟。在我国兽药最高残留限量体系中，有最高残留限量值的品种包含了兽用抗生素类、抗寄生虫类、抗组胺类、激素类药物等。相对的，动物疫苗作为生物制品，在牲畜体内不会产生有害物质残留，因此随着预防优于治疗的理念普及，预防性疫苗对治疗性兽药的替代将进一步加速。另一方面，近年来“ONE HEALTH”理念越来越得到认可，该理念强调动物健康与人类健康、生态环境之间的密切联系，保障人的健康，就必须高度重视动物健康，让人类在与动物和谐相处的同时，远离食物源疾病、人兽共患病的威胁。所以，使用动物生物制品来替代传统兽药是大势所趋。

3.立足口蹄疫 开拓新品类

3.1口蹄疫新品稳固龙头地位

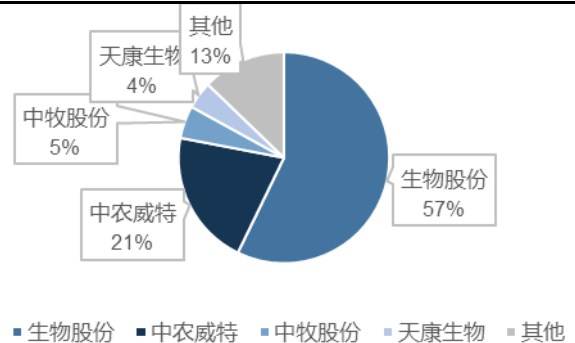
过去公司是国内口蹄疫疫苗绝对龙头，尤其是在市场苗领域，公司占比近 60%。从产品角度来看，公司产品在纯度和抗原浓度上仍然领先，但是保护性差异已经较数年前大幅减少。为此，公司不断在产品研发上投入，近期有望凭借口蹄疫新品再次领先。在增长空间方面，公司下游覆盖能繁母猪约 700 万头，按照 5 月份最新的母猪存栏数据 2501 万头来看，市占率仅 28%，还有很大的提升空间。

图 29 口蹄疫招采苗市场格局



资料来源: 中国兽药协会, 德邦研究

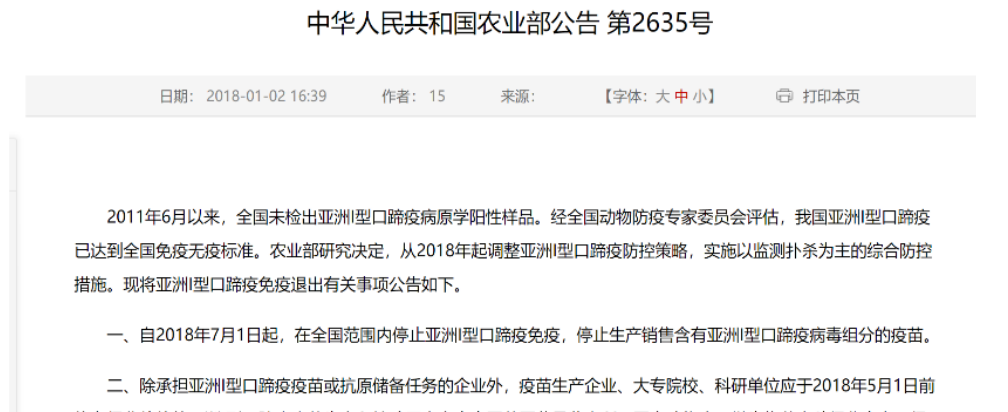
图 30 口蹄疫市场苗市场格局



资料来源: 中国兽药协会, 德邦研究

I 型口蹄疫疫苗强制退出。根据农业部公告，2011 年 6 月以来，我国再未检出亚洲 I 型口蹄疫阳性样品，所以从 2018 年 7 月 1 日起，在全国范围内停止生产销售含有亚洲 I 型病毒组分的疫苗。之前猪养殖户主要使用牛用三价口蹄疫疫苗对猪 O 型口蹄疫进行免疫，在匹配度更高、效果更好的猪用 OA 二价苗推出后，转用新品非常自然。

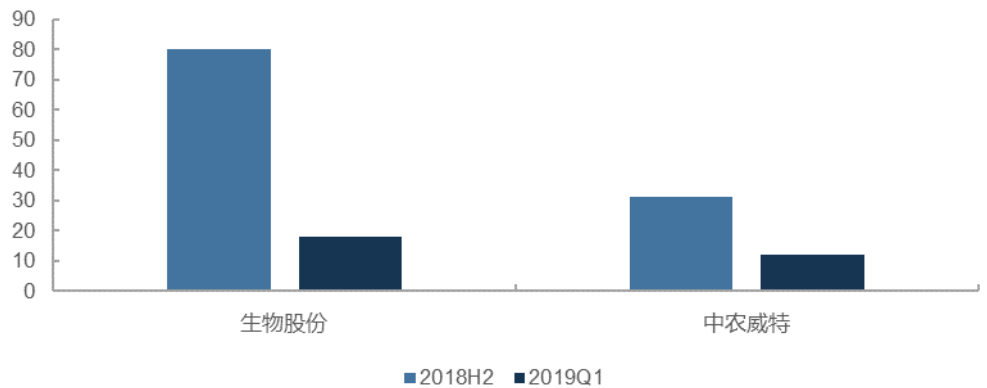
图 31 农业部停用 I 型口蹄疫疫苗公告



资料来源: 农业农村部, 德邦研究

公司是猪用 OA 二价苗唯一生产商, 签批数远超竞争对手。2018 年 7 月 7 日, 公司口蹄疫新品猪用 OA 二价苗获得兽药产品批准文号, 同中农威特成为唯一能提供该类疫苗的生产商。竞争对手方面, 中牧股份、天康生物、杨凌金海合作研发的 OA 二价苗已获得新兽药证书, 预计在今年 8 月后才能获得生产许可。历史上看, 具有先发优势的公司往往能有更好的市场占有率。目前公司已经签批 98 批次的 OA 二价苗, 中农威特签批 43 批次。

图 32 猪用 OA 二价苗签发批次情况



资料来源: 国家兽药基础数据库, 德邦研究

表 5 口蹄疫产品和供应商情况

口蹄疫猪 O 型	口蹄疫牛 O/A/I 三价	口蹄疫猪 O/A
生物股份	生物股份	生物股份
中农威特	中农威特	中农威特
中牧股份	中牧股份	
天康生物	天康生物	
必威安泰	必威安泰	
海利生物	海利生物	
上海申联		

资料来源: 中国产业信息网, 德邦研究

3.2 猪圆环市场国产化替代

我国猪场阳性比例高, 疫苗渗透率低。从 2000 年发现 PCV2 (猪圆环) 抗体开始, 中国各地猪场陆续开展了猪圆环病毒的血清学监测, PCV2 的血清阳性率平均可达

42.9%~76.8%。2016年，哈兽研针对全国245个规模猪场7种病毒类疾病病原流行病学调查显示，截至2016年，中国规模化猪场PCV2的阳性率在35.9%左右，而根据中国猪业的调研数据，PCV2抗体阳性率高达90.84%。然而，如此高危害性的疾病在国内免疫渗透率不高。根据数据显示，2015年北美洲出栏猪的圆环疫苗使用比例为96%，欧洲使用比例为75%，拉丁美洲使用比例为64%，而我国使用比例仅为23.4%。

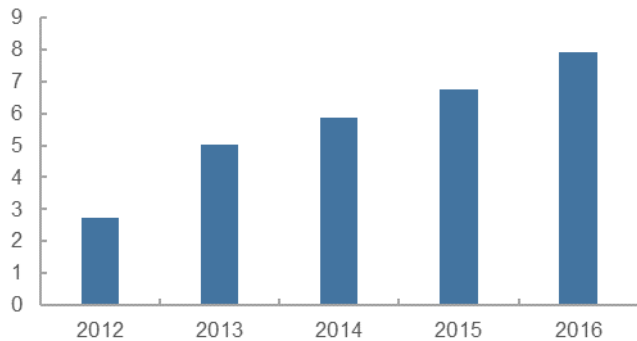
表6 猪圆环免疫率

国家	猪圆环疫苗首次免疫时间	免疫比率
美国	2006	>95%
加拿大	2006	>80%
墨西哥	2007	>80%
韩国	2007	73%
日本	2008	65%
德国	2008	>65%
英国	2008	70%
中国	2010	<30%

资料来源：OIE，德邦研究

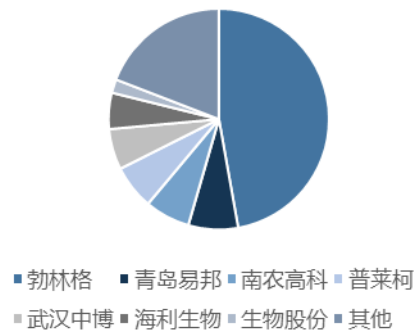
猪圆环病毒疫苗长期被国外市场垄断。勃林格其猪圆环疫苗在2010年正式进入中国。一开始便凭借稳定的产品品质得到了众多养殖户的青睐，这也一举成就了勃林格在猪圆环疫苗市场的龙头地位。2016年勃林格猪圆环疫苗在中国的销售额超过7亿元，占国内猪圆环疫苗的市场份额在47%左右。虽然目前国内猪圆环的企业超过22家，但是多数企业产品质量明显逊于勃林格产品。

图33 2016年猪圆环市场销售规模



资料来源：中国兽药协会，德邦研究

图34 猪圆环市场格局



资料来源：中国兽药协会，德邦研究

单价高，潜在市场规模大。猪圆环疫苗相对其他种类疫苗价格较高，特别是勃林格的产品，单支价格可达28-39元/支，是国产疫苗价格的2-3倍。而之前国产疫苗价格不低，效果差，也是渗透率不高的原因之一。如今国产疫苗的工艺水平大幅提升，替代进口产品外加渗透率提高，预期可保持30%以上的增速。

表7 各类疫苗价格比较

疫苗种类	单位	价格区间
猪圆环疫苗	元/头份	6-39
伪狂犬疫苗	元/头份	0.9-5
口蹄疫疫苗	元/头份	0.6-13
猪瘟疫苗	元/头份	0.05-3
猪蓝耳疫苗	元/头份	3.3-16.7
支原体疫苗	元/头份	4-8

资料来源：OIE，德邦研究

技术领先国内同业，质量逼近勃林格。猪圆环病毒 II 型只有一个血清型，不同的毒株只能表明分离地点以及天然免疫原性存在差异。所以，疫苗质量的提升主要体现在疫苗种类、抗原浓度、疫苗纯度、佐剂等方面。公司子公司联合研制的猪圆环病毒 II 型杆状病毒载体灭活疫苗 (CP08 株) 于 2015 年 10 月获批，是国内首创的基因工程真核表达亚单位疫苗，生产工艺处于国际领先地位，其产品抗原含量达 80 微克/头份，分别是武汉中博和勃林格的 2.5 倍和 8 倍。2016 年 4 季度，公司对于猪圆环疫苗进行了工艺提升。随后进行的 5 个月替代测试结果显示，公司产品在缓解生猪减重方面有更好的效果，整体质量已经达到勃林格猪圆环疫苗的水平。目前，公司产品借由口蹄疫产品通道进入了多家大型农牧集团采购目录，公司猪圆环市占率有望得到快速提升。

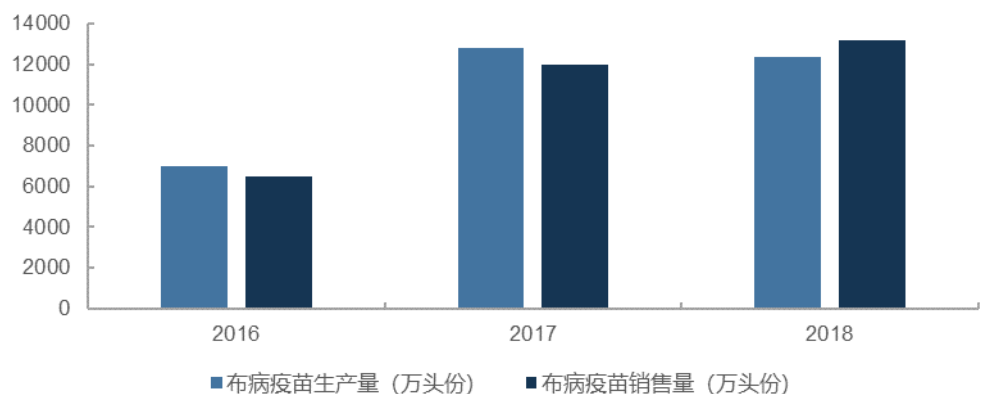
3.3 联合诗华进军布病市场

布病进入强免范围。近年来布病疫情呈扩大之势，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》，自 2017 年 1 月 1 日起实施，在西北部分疫区，将布病、结核病强制扑杀的畜种范围由奶牛扩大到所有牛和羊，布病疫苗需求量的增加有望促使市场规模成倍增长，潜在覆盖牛羊数量分别为 3000 万头和 2.2 亿头。

国产疫苗尚缺乏旗舰产品。现今获得布病疫苗生产资格的公司有 17 家，其中 3 家为上市公司 (生物股份、中牧股份、天康生物)。但是我们国产疫苗生产工艺布局落后，质量存在缺陷，体现在原材料采用肝汤培养基成本较高且不稳定，采用的冻干保护剂保护效果不理想，疫苗热稳定性差。当然，这也和政采苗价格偏低，有一定关系。目前政采布病苗价格一般为 0.1-0.2 元每头份 (公司 A19 疫苗单价相对较好，达到 7.5 元每头份)。

引入诗华公司优质疫苗，升级布病市场。2013 年公司购买法国诗华牛羊布鲁氏杆菌疫苗生产技术及商标许可权，全权负责在中国的生产和销售。**2018 年公司实现布病疫苗销售 13144 万头份，同比增长 10%。**据公告目前布氏菌病活疫苗 (Rev.1 株) 已经处于新兽药注册补充实验阶段。Rev.1 株虽然对人有较高的感染性，但是对于预防绵羊和山羊布病是最有效的疫苗，属于世界动物卫生组织推荐疫苗。通过引入新的竞争品，布病疫苗市场有望类似口蹄疫市场，推升政采苗价格，催生一个更大的市场苗市场。

图 35 公司布病生产和销售情况



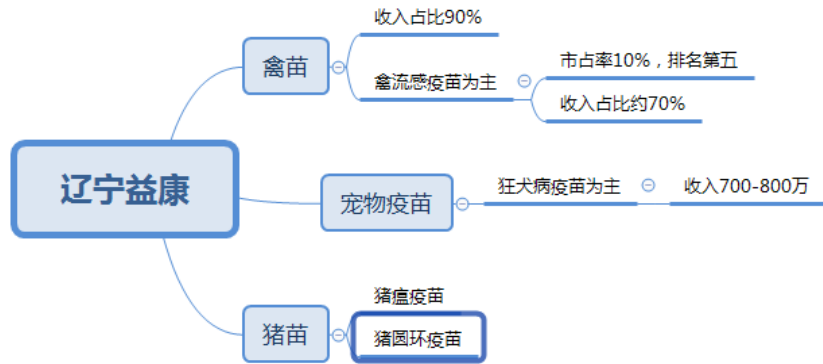
资料来源：公司财报，德邦研究

3.4 收购益康生物进军禽流感市场

益康生物老树发新枝，轻装上阵。公司在 2017 年收购辽宁益康，在 2018 年 6、7 月继续收购其他股东持股后，直接持股比例达到 63%，进而获得得 H5+H7 亚型高致病性禽流感疫苗生产资质。辽宁益康是一家有 60 年历史的老牌动保企业，其主要产品布局在禽苗上，并有部分猪苗和宠物疫苗资源。收购后，公司将益康定位成禽苗为主，兼

顾宠物疫苗的平台。2018年，由于技改等原因，益康亏损186万元，公司也因此计提商誉减值准备1684万元。不过随着技改完成，运营效率提升，益康将成为公司在禽苗领域有力的抓手。

图 36 辽宁益康业务结构



资料来源：公司公告，德邦研究

表 8 辽宁益康业绩情况

	总资产 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
2016	47803	13885	-2668
2017Q1	54545	2870	270
2018H1	75966	7497	345
2018	48173	15809	-186.65

资料来源：德邦研究

禽流感政采苗市场格局优化。2017年国家将禽流感强制免疫苗从H5升级至H5+H7型，获得资质的公司从11家下降到8家。从中标情况看，H5+H7型中标价格比H5中标价格有明显提升，在今年招标的情况来看，又有所提价，部分地区中标价高达3000元/万毫升。今年鸡肉价格改善，整个肉鸡养殖业景气向上，禽流感疫苗业绩有望大幅改善。

表 9 禽流感疫苗生产资质情况

公司	H5 资质	H5+H7 资质
乾元浩	获得	获得
大华农	获得	获得
维科生物	获得	获得
青岛易邦	获得	获得
广东永顺	获得	获得
哈药集团	获得	获得
辽宁益康	获得	获得
山东信得	获得	
吉林冠界	获得	
梅里亚	获得	获得
华南农大	获得	

资料来源：中国兽药信息网，德邦研究

表 10 禽流感疫苗中标价格

	H5 型	H5+H7 型 (2018 前)	H5+H7 型 (2018)
中标价格众数	1400	1800	2000

资料来源：政府招标网，德邦研究

4. 新园确保优势 并购保持扩张

4.1 智能制造园区即将全面投产

主要生产线升级为智能制造。公司与西门子达成合作，携手打造《中国制造 2025》德国工业标准的国际生物科技产业园区，其项目“生物制品智能化工厂新模式应用”被工业和信息化部确定为 2018 年智能制造综合标准化与新模式应用项目。该园已于 2015 年 11 月开始动工，预计 2019 年完全完工，建成后可实现 100% 全工艺流程自动化，且全部设备都能够实现云端数据管理。园区一共包括六个部分—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。**根据公司测算，新园投产后，水、电、汽等单位能耗比业内平均水平下降近 50%，车间工人数量亦将大幅减少。**

表 11 公司新园区产线情况

生产线类型	市场产品及特征
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、核酸和蛋白疫苗、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 15 亿头份，全球最大的反刍动物生产线

资料来源：公司公告，德邦研究

率先建成 P3 实验室，再次领先同业。农业部要求截至 2020 年口蹄疫疫苗、禽流感活病毒生产必须满足 P3 标准，而公司今年新园生产线即可满足要求。主要竞争对手则于去年 11 月开始新生产线建设，预计于 2020 年完工。公司在生物安全等级方面再次领先。

表 12 公司园区建设进度

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，其中灭活菌、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；被工信部确认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，德邦研究

4.2 扩张业务领域 并购谋求发展

公司很早就布局了人用药领域，作为协同的试点。2016年12月公司同泰州迈博太科药业有限公司签订抗IL-6R单克隆抗体药物托珠单抗生物类似药新药临床批件产权转让协议，目前产品已经进入第一期临床阶段。

托珠单抗 (Tocilizumab)注射液是一种以IL-6R为靶点的抗体药物。作用机制和罗氏公司的雅美罗相同，用于治疗对改善病情的抗风湿药物 (DMARDs) 治疗应答不足的中到重度活动性类风湿关节炎的成年患者。雅美罗在2010年在美国上市，2013年在中国上市，2015年的全球销售额达16.17亿美元。目前，国内尚未有同类产品批准上市，本项目系国内第一家获得生物类似药的批件。

值得注意的是，雅美罗还是第一个获得FDA批准用于治疗CAR-T疗法引起的严重或致命的细胞因子突释综合征 (CRS) 的药物。此外，雅美罗还被批准用于治疗全身型幼年特发性关节炎 (sJIA)、多关节型幼年特发性关节炎 (pJIA) 和巨细胞动脉炎 (GCA)。

我们认为虽然托珠单抗距离上市仍然需要时日，但是公司作为动保龙头向人用药领域扩张合作是一个良好的方向。参考最大的动保公司硕腾在与辉瑞分离后，仍然与辉瑞共享数据库和样本库，以保持和提升研发效率。我们后续更看好公司和其他医药公司的合作。

此外，由于疫苗研发的长期性，国外巨头也是通过不断地并购来实现的成长。以硕腾为例，硕腾从1995年开始并购之路，陆续收购14家公司，才达到目前的体量。并且在公司不断收购扩张过程中，公司市值也不断增长，目前硕腾市值540亿美元。而截至目前公司仅有2次疫苗领域的并购，但是我们认为未来随着疫苗行业的竞争加剧，并购重组的高峰将会到来，公司也必将选择并购来加速扩张。特别是此次非洲猪瘟带来生猪存栏大幅的下降，行业必将迎来洗牌，公司作为行业龙头有进一步扩大的可能。

表 13 硕腾并购扩张历史

收购时间	收购标的	标的主要业务
1995年	SmithKline Beecham's animal health division	宠物药品保健品和疫苗
2003年	Pharmacia Corporation	动物健康产品
2003年	CSL Animal Health	动物健康制品
2007年	Embrex Jnc	家禽设备和疫苗
2008年	Catapult Genetics; Bovigen LLC	牛和羊基因工程技术、遗传学技术
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
2010年	Microtek International Inc	水产疫苗
2010年	Synbiotics Corporation	动物诊断试剂生产商
2011年	King Pharmaceuticals, Inc	主营药物饲料添加剂和家禽产品
2015年	Abbott Animal Health	动物手术套件
2015年	KL Product Inc.	家禽产业自动化服务商
2015年	PHARMAQ	水产疫苗
2016年	Scandinavian Micro Biodevices	生物疾病诊断设备
2017年	Nexvet Biopharma	药物研究的临床阶段制药公司

资料来源：相关新闻整理，德邦研究

5. 盈利预测和投资建议

公司发展思路清晰，专注主业，不断强化竞争优势。我们认为公司在新产区建成后技术优势更大，业绩确定。具体来看：

(1) 口蹄疫政采苗方面，由于生猪存栏的快速下滑，所以 2019 年整体采购量也会大幅下降，之后随着生物安全防护等级提高，大型养殖场逐渐复产，生猪产能回升，重新推升政采苗数量增加。

表 14 政采苗业务预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
销量(万毫升)	36314.20	38129.91	41180.30	44474.73	48922.20
单价(万元/万毫升)	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
营业收入(万元)	29051.36	30503.93	32944.24	35579.78	39137.76
毛利率	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74
毛利(万元)	21498.01	22572.91	24378.74	26329.04	28961.94

资料来源：德邦研究

(2) 口蹄疫市场苗方面，在 2019 年同样由于存栏量大跌而业绩下滑。2020 年开始，规模化养殖比例快速提升，拉高市场苗渗透率。公司产品高价高质，有望在种猪市场继续提高市占率，而在肉猪市场保有目前市场份额或者略微下降。

表 15 市场苗业务预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
肉猪出栏量(万头)	44404.48	46624.70	50354.68	54383.05	59821.36
渗透率	30%	35%	40%	44%	48%
每头收入(元)	11.00	11.00	11.00	10.50	10.50
市占率	60%	60%	58%	58%	57%
毛利率	77%	78%	78%	77%	77%
种猪存栏(万头)	2421.62	2615.35	2824.58	3107.04	3417.74
渗透率	35%	41%	46%	52%	57%
每头收入(元)	2400%	2400%	2400%	2400%	2400%
市占率	70%	72%	74%	76%	78%
毛利率	80%	80%	80%	80%	80%
总收入(万元)	102160.01	126232.31	151580.84	175194.47	208323.48
总毛利(万元)	79090.38	98831.79	118694.57	135783.83	161503.14

资料来源：德邦研究

(3) 猪圆环疫苗方面，2018 年业绩大致和 2017 年持平，我们预测 2019 年业绩也同 2018 年基本持平。等出栏量回升后，由于公司产品品质较高，增速有望加快。

表 16 猪圆环业务预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
销量(万毫升)	1078.53	1240.31	1488.37	1934.88	2515.34
单价(万元)	11.5	11.5	11	11	10.5
营业收入(万元)	12403.08	14263.54	16372.06	21283.68	26411.11
毛利率	86%	86%	86%	86%	85%
毛利(万元)	10720.57	12328.66	14050.21	18265.27	22487.18

资料来源：德邦研究

(4) 禽流感疫苗方面, 今年上半年鸡肉价格回升明显, 预计下半年还将维持在较高位置, 出栏量有望对比去年有所增加。预估禽流感疫苗业务 2019 年继续录得较快增长。

表 17 禽流感疫苗业务预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
销量(万毫升)	83200.00	99840.00	119808.00	143769.60	172523.52
单价(万元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
营业收入(万元)	16640.00	19968.00	23961.60	28753.92	34504.70
毛利率	12%	13%	13%	14%	14%
毛利(万元)	1996.80	2595.84	3115.01	4025.55	4830.66

资料来源: 德邦研究

综上所述, 我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 17.06 亿元、20.23 亿元、23.76 亿元, 同比增速分别为-10.0%、18.6%、17.5%; 实现归母净利润分别为 6.44 亿元、7.67 亿元、8.98 亿元, 同比增速分别为-14.7%、19.2%、16.7%。

表 18 公司业绩情况表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1901	1897	1706	2023	2376
(+/-) YoY (%)	25.3%	-0.2%	-10.0%	18.6%	17.5%
净利润(百万元)	870	754	644	767	896
(+/-) YoY (%)	35.0%	-13.3%	-14.7%	19.2%	16.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.75	0.65	0.56	0.66	0.77
毛利率(%)	79.4%	72.5%	69.3%	70.1%	70.1%
净资产收益率(%)	19.5%	15.0%	12.5%	13.9%	14.9%

资料来源: 公司年报, 德邦研究

剔除海利生物的影响, 国内外动物生物制品公司 PE(TTM)在 23.48-39.40 的区间内, 平均值为 36.30, PE(2019)在 20.50~38.98 的区间内, 平均值为 28.82 倍, PE(2020)在 18.25~31.07 区间内, 平均值为 23.66。考虑到公司的行业地位、研发实力、新园工艺以及明显优于同业的盈利能力, 我们认为公司对应 PE(2020)应该在 25 倍至 28 倍之间。

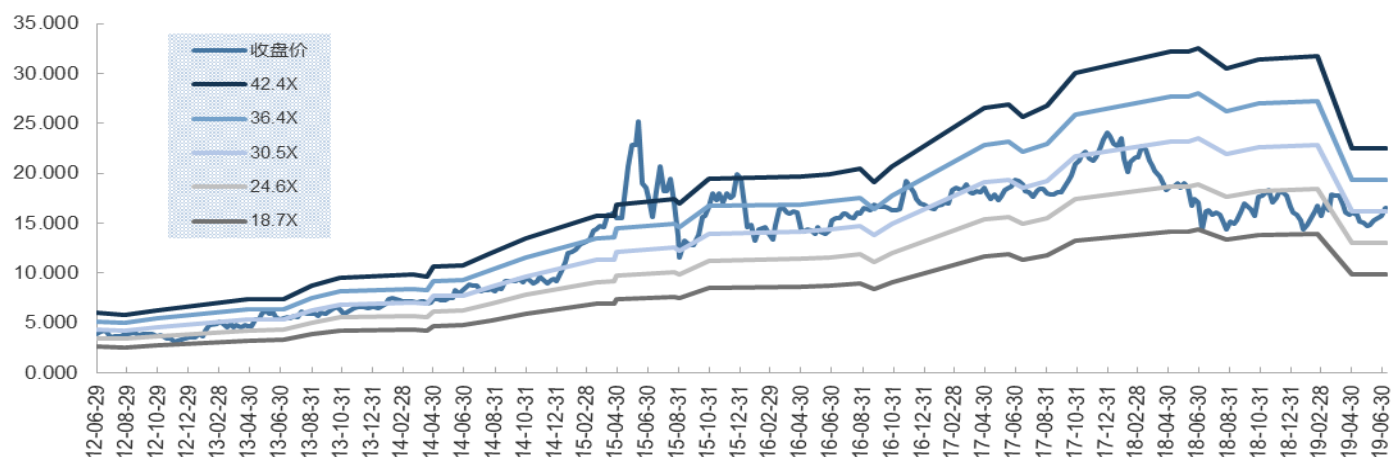
表 19 可比公司估值情况

公司名称	2018 年收入(亿元)	2018 年利润(亿元)	ROE(2018)	净利润率(2018)	PE(TTM)	PE(2019)	PE(2020)	PE(2021)
生物股份	18.97	7.54	15.88	39.52	31.08			
瑞普生物	11.90	1.19	6.01	11.85	43.04	26.70	20.87	16.76
海利生物	2.55	0.21	2.00	(5.38)	1161.67	160.35	111.07	86.79
普莱柯	6.08	1.36	8.46	22.30	39.29	29.11	24.46	19.38
中牧股份	44.34	4.16	10.83	10.15	23.48	20.50	18.25	15.78
硕腾公司	99.67	21.37	65.35	24.45	39.40	38.98	31.07	27.77

资料来源: Wind, 德邦研究

历史上来看, 公司 PE 水平长期处在 30 倍水平线上, 2018 年上半年由于库存产品出清等原因, 公司业务增速下滑, 股价也出现了较大下跌。但是如前所述, 公司核心竞争力不但没有减弱, 而且还随着新园区建成有所增强。所以, 我们认为 PE(2020) 25-28 倍的估值对于公司是一个比较合理的水平, 对应股价为 16.55-18.53 元。

图 37 公司历史 PE 情况



资料来源: Wind, 德邦研究

首次覆盖，给与增持评级。基于公司稳定经营、生猪出栏情况逐渐好转、规模化养殖占比增加的假设，我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 17.06 亿元、20.23 亿元、23.76 亿元，同比增速分别为-10.0%、18.6%、17.5%；实现归母净利润分别为 6.44 亿元、7.67 亿元、8.98 亿元，同比增速分别为-14.7%、19.2%、16.7%。公司股价合理估值在 16.55-18.53 元之间，分别对应 2020 年 25 和 28 倍 PE。

6. 风险提示

非洲猪瘟疫情失控，规模企业亦无法复产；按照俄罗斯经验，在非洲猪瘟后，生物安全防护比较完备的规模场出栏量将逐步回升，但是如果我国因为死病猪处理不良等原因，导致规模企业亦无法复产，那么将对公司未来业绩产生重大影响。

竞争对手技术实现反超；公司目前在提纯工艺上仍然保持领先，但是不排除未来竞争对手技术突破，快速反超的可能。

新产品出现质量问题，导致公司声誉受损；疫苗产品一旦出现安全性问题对于品牌是极大的打击，会严重影响公司产品销售。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业收入	1897	1706	1988	2307
每股收益	0.65	0.58	0.66	0.75	营业成本	522	523	607	720
每股净资产	4.34	4.46	4.77	5.17	毛利率%	72.5%	69.3%	69.4%	68.8%
每股经营现金流	0.36	0.85	0.89	1.04	营业税金及附加	22	17	21	25
每股股利	0.30	0.35	0.35	0.35	营业税金率%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	257	241	277	321
P/E	25.52	28.91	24.25	20.78	营业费用率%	13.6%	14.1%	13.9%	13.9%
P/B	3.83	3.62	3.38	3.10	管理费用	147	150	168	195
P/S	9.76	10.78	9.09	7.74	管理费用率%	7.7%	8.8%	8.5%	8.5%
EV/EBITDA	18.86	21.81	17.92	15.58	研发费用	107	99	123	150
股息率%	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%	研发费用率%	5.7%	5.8%	6.2%	6.5%
盈利能力指标 (%)					EBIT	842	676	791	896
毛利率	72.5%	69.3%	69.4%	68.8%	财务费用	-36	-67	-77	-103
净利率	39.8%	39.1%	38.6%	37.9%	财务费用率%	-1.9%	-3.9%	-3.9%	-4.5%
净资产收益率	15.0%	12.9%	13.9%	14.6%	资产减值损失	60	-6	2	5
资产回报率	12.0%	10.4%	11.2%	11.7%	投资收益	50	36	35	35
投资回报率	20.5%	15.3%	19.0%	23.3%	营业利润	889	801	921	1049
盈利增长 (%)					营业外收支	0	0	0	0
营业收入增长率	-0.2%	-10.0%	16.5%	16.1%	利润总额	889	801	921	1049
EBIT 增长率	-14.1%	-19.7%	17.0%	13.3%	EBITDA	939	804	948	1064
净利润增长率	-13.3%	-11.6%	15.2%	13.9%	所得税	140	127	145	166
偿债能力指标					有效所得税率%	15.7%	15.9%	15.7%	15.8%
资产负债率%	17.3%	16.5%	16.5%	16.7%	少数股东损益	-5	7	8	9
流动比率	3.9	3.7	3.9	4.2	归属母公司所有者净利润	754	667	768	875
速动比率	3.6	3.4	3.6	3.8					
现金比率	1.8	1.8	2.2	2.7	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	1728	1636	2212	2952
应收帐款周转天数	120.2	110.0	80.0	50.0	应收款项	779	514	436	316
存货周转天数	190.2	200.0	180.0	170.0	存货	313	287	300	335
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	其它流动资产	892	932	929	936
固定资产周转率	3.3	1.7	1.4	1.4	流动资产合计	3713	3368	3876	4540
					长期股权投资	209	209	209	209
					固定资产	758	1261	1618	1608
					在建工程	738	788	338	238
					无形资产	365	374	388	410
					非流动资产合计	2601	3062	2993	2914
					资产总计	6313	6430	6869	7454
					短期借款	0	0	0	0
					应付账款	324	287	300	335
					预收账款	73	51	70	92
					其它流动负债	545	577	615	665
					流动负债合计	942	914	984	1093
					长期借款	3	3	3	3
					其它长期负债	146	146	146	146
					非流动负债合计	149	149	149	149
					负债总计	1091	1063	1133	1241
					实收资本	1171	1164	1164	1164
					普通股股东权益	5031	5169	5530	5998
					少数股东权益	191	198	206	215
					负债和所有者权益合计	6313	6430	6869	7454

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月8日

资料来源：公司年报（2018），德邦研究

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1.投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2.市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。