

推荐 (首次)

补栏需求迫切，市场苗龙头迎机会

风险评级：中风险

生物股份 (600201) 深度报告

2019年9月23日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩

SAC 执业证书编号：

S0340119070037

电话：0769-23320072

邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

■ **动物疫苗领先企业。**公司成立于1993年，主要从事兽用生物制品的研发、生产与销售，拥有口蹄疫和高致病性禽流感两大强制免疫疫苗农业部的定点生产资质。2009年上线了国内第一条悬浮培养口蹄疫疫苗生产线，2017年成为国内首家猪流感O-A二价灭活疫苗生产商。

■ **非洲猪瘟疫情为行业带来机会。**非洲猪瘟爆发以来，对国内生猪养殖行业造成了巨大打击。能繁母猪存栏量截至8月存栏量仅剩1968万头，同比下降37.42%，环比下降9.10%。2019年全国猪肉供给缺口或接近700万吨，供给缺口明显。截至9月6日，全国22个省市生猪平均价为27.18元/千克，同比上涨92.77%。今年下半年至明年加大补栏量是必然趋势，补栏量的增加会直接增加动物疫苗的需求。

■ **未来是市场苗时代。**我国动物疫苗分为强制苗与非强制苗，强制苗又分为招采苗和市场苗。预测2019年我国动物疫苗市场规模约250亿元，并将持续保持高速发展。养殖场从大量的小规模养殖场到少量的大规模养殖场转型，中国规模化养殖开始加速阶段。非洲猪瘟和环保政策加快了规模化进程，小养殖场逐步清退，疫苗渗透率提高。大规模养殖场重视生物防疫投入，倾向采用质量更好的市场苗，未来是市场苗时代。

■ **公司优势突出。**公司工艺优势明显，是国内首家采用悬浮培养和纯化浓缩技术生产口蹄疫疫苗的厂家，2017年获得国内首个猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗生产批文，预计将引领我国口蹄疫疫苗升级换代。2018年公司生产口蹄疫疫苗11.52亿毫升，圆环疫苗2330.79万毫升、禽苗灭活苗8958.00万毫升，疫苗品种齐全，覆盖面广。上半年金字生物科技产业园区一期项目进展顺利，所有车间预计将在下半年完成 GMP 动态验收，年底前可全部投产运营，未来有望成为非洲猪瘟疫苗生产商。公司财务数据靓丽，2018年公司毛利率和净利率分别高达72.17%和40.00%，大幅高于行业平均水平。公司ROE、ROA同样为动保行业第一，同时三费占比稳步下降。公司重视研发投入，2018年研发支出占营收比例高达8.80%。

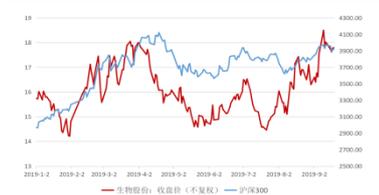
■ **投资建议：**预计公司2019、2020年每股收益分别为0.45元和0.58元，对应估值分别为39.2倍和30.3倍。四季度至下一年生猪补栏加速，养殖场规模化为公司带来业绩爆发点。公司加紧产业园建设，未来有望成为非洲猪瘟疫苗生产商，业绩可期。当前估值较为合理，首次给予公司推荐评级。

■ **风险提示：**非洲猪瘟疫情扩大、疫苗研发不及预期等。

主要数据 2019年9月20日

收盘价(元)	17.55
总市值(亿元)	197.66
总股本(百万股)	1,126.24
流通股本(百万股)	1,126.24
ROE(TTM)	11.06%
12月最高价(元)	19.99
12月最低价(元)	14.11

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

## 目 录

1、动物疫苗领先企业	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司历史	4
1.3 股权结构分散	4
2、非瘟疫情引发的行业机会	5
2.1 非洲猪瘟疫情下行业供给缺口明显	5
2.2 供给收紧致肉价大涨	6
2.3 补栏需求引出疫苗行业机会	8
3、未来是市场苗时代	9
3.1 我国动物疫苗销售体系简介	9
3.2 我国动物疫苗市场规模预测	9
3.2.1 口蹄疫疫苗市场空间	10
3.2.2 猪圆环疫苗市场空间	10
3.2.3 伪狂犬病疫苗市场空间	11
3.3 养殖规模化是大趋势	11
3.4 环保政策加速养殖规模化	13
3.5 大规模养殖场疫苗渗透率高	13
3.6 未来是市场苗时代	14
4、公司优势突出	15
4.1 技术领先引领行业	15
4.2 公司产品种类齐全	17
4.3 公司未来有望成为非洲猪瘟疫苗的生产商	18
4.4 公司财务数据靓丽	20
5、投资建议	22

## 插图目录

图 1：公司历史进程	4
图 2：能繁母猪存栏量大幅下降	5
图 3：能繁母猪存栏环比同比均大幅下降	5
图 4：生猪存栏量大幅下滑	6
图 5：2019 年猪肉产量预期下跌	6
图 6：2019 年猪损失量大幅攀升	6
图 7：进口量提升出口量下降	6
图 8：22 个省市生猪和猪肉价格大涨	7
图 9：仔猪和猪粮比价大涨	7
图 10：各项猪肉价格指标上涨	7
图 11：36 个城市平均猪肉价格上涨	7
图 12：36 个城市鸡肉零售价走高	7
图 13：主产区肉鸡苗价格上涨	7
图 14：2018 年我国肉类消费结构	8
图 15：2018 年我国生猪疫苗市场结构	8
图 16：2014-2018 年中国动物疫苗行业市场规模	9
图 17：2019-2025 年我国动物疫苗的市场规模预测	9

图 18 : 生猪养殖规模场户数.....	12
图 19 : 肉鸡养殖规模场户数.....	12
图 20 : 美国猪场数量不断下滑.....	12
图 21 : 美国规模化出栏比例图.....	12
图 22 : 中美生猪出栏规模化对比.....	13
图 23 : 我国生猪养殖结构将向纺锤型演变.....	13
图 24 : 大型养殖公司兽药疫苗投入占营收比例 (%).....	14
图 25 : 大型养殖公司兽药疫苗投入.....	14
图 26 : 2017 年中美十大生猪养殖企业市占率.....	14
图 27 : 不同规模养殖户疫苗投入占收入比重.....	14
图 28 : 市场苗份额快速提高.....	15
图 29 : 2015 年动物疫苗渠道结构.....	15
图 30 : 口蹄疫生产企业市占率 (市场苗).....	18
图 31 : 口蹄疫生产企业市占率 (政采苗).....	18
图 32 : 非洲猪瘟疫苗研发进程.....	19
图 33 : 历史事件期间公司股价表现.....	19
图 34 : 公司营收与利润快速增长.....	20
图 35 : 公司营收与净利润同比增长率.....	20
图 36 : 生物股份历史毛利率与净利率.....	20
图 37 : 生物股份毛利率领先行业.....	20
图 38 : 公司三费稳步下降.....	21
图 39 : 公司 2018 年三费低于行业平均水平.....	21
图 40 : 公司研发支出占比逐年提高.....	22
图 41 : 公司研发支出领先行业.....	22
图 42 : 公司 ROE 领先行业.....	21
图 43 : 公司 ROA 领先行业.....	21

## 表格目录

表 1 : 生物股份股权架构 (2019 年中报).....	5
表 2 : 我国现行疫苗销售体系.....	9
表 3 : 口蹄疫疫苗市场规模预测.....	10
表 4 : 猪圆环疫苗市场空间测算.....	11
表 5 : 伪狂犬病疫苗市场空间测算.....	11
表 6 : 环保政策禁养生猪事件.....	13
表 7 : 口蹄疫转瓶培养与悬浮培养工艺对比.....	16
表 8 : 我国主要口蹄疫疫苗及品牌.....	16
表 9 : 公司 2018 年产销量分析表.....	17
表 10 : 公司盈利预测简表.....	22

## 1、动物疫苗领先企业

### 1.1 公司简介

**口蹄疫和高致病性禽流感定点生产资质企业。**金宇生物技术股份有限公司(原内蒙古金宇集团股份有限公司)成立于1993年3月,1999年1月在上海证券交易所上市,是A股生物制药板块绩优上市公司。公司主要从事兽用生物制品的研发、生产与销售,产品种类涵盖猪、禽、宠物和反刍类四大系列100余种动物疫苗。公司拥有口蹄疫和高致病性禽流感两大强制免疫疫苗农业部的定点生产资质,工艺技术和产品质量保持国内领先水平。同时,依托兽用疫苗国家工程实验室研发平台,凭借完善的销售渠道和全方位的技术服务,进而为养殖客户提供动物疫病防控整体解决方案。公司拥有兽用疫苗国家工程实验室、农业部反刍动物生物制品重点实验室和国家高级别生物安全实验室三个国家级创新平台,并设有博士后科研工作站联合培养实验室,成为动物疫苗行业研发的制高点和技术创新平台。

### 1.2 公司历史

**专注技术, 发力创新。**生物股份前身为内蒙古金宇集团股份有限公司, 创立于1993年。公司在技术创新方面有多项举措, 获多项“首家”、“第一”荣誉。公司于2003年成为首家通过农业部GMP (GOOD MANUFACTURING PRACTICES, 良好作业规范) 认证的企业。2009年上线了国内第一条悬浮培养口蹄疫疫苗生产线, 公司是国内首家采用悬浮培养和纯化浓缩技术生产口蹄疫疫苗的厂家, 并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。2017年获得了国内首个猪用口蹄疫双价疫苗新兽药证书, 成为国内首家猪流感O-A二价灭活疫苗(H1N1 LN株+H3N2 HLJ株)生产厂家。

图 1: 公司历史进程



资料来源: 公司官网, 东莞证券研究所

### 1.3 股权结构分散

**内部人控制。**公司股权分散, 第一大股东为香港中央结算有限公司(陆股通), 占总股本12.23%。公司治理层内蒙古金宇生物控股有限公司控股10.55%, 占总股本比例较低, 实际为内部人控制。其他主要股东大部分为创投与基金公司等机构, 股权较为分散, 有

利于对公司管理层的监督。

表 1：生物股份股权架构（2019 年中报）

排名	股东名称	占总股本比例 (%)
1	香港中央结算有限公司(陆股通)	12.23
2	内蒙古金宇生物控股有限公司	10.55
3	中国证券金融股份有限公司	2.32
4	张翀宇	1.60
5	中央汇金资产管理有限责任公司	1.48
6	中国农业银行-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	1.20
7	鲁丹丹	0.88
8	上海淳韬投资管理有限公司-淳韵价值一号证券投资私募基金	0.82
9	中国银行-华夏回报证券投资基金	0.71
10	中国农业银行-富兰克林国海弹性市值混合型证券投资基金	0.68
	合计	32.47

资料来源：wind，东莞证券研究所

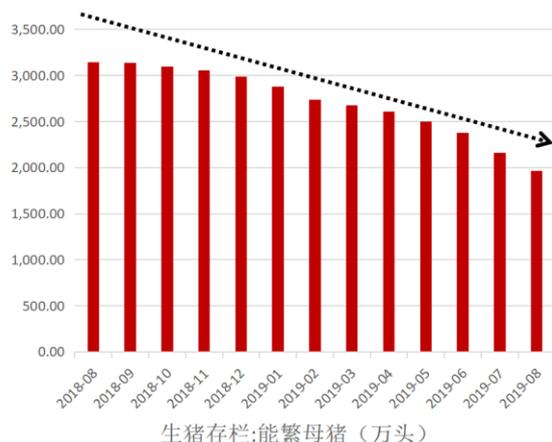
## 2、非瘟疫情引发的行业机会

### 2.1 非洲猪瘟疫情下行业供给缺口明显

**非洲猪瘟简介。**非洲猪瘟(African Swine Fever, ASF) 是一种由病毒引起的传染性疾病，可影响所有年龄的猪，引起出血热。非洲猪瘟有多种表现形式，最常见的是急性发病形式，相关致死率高达 100%。2018 年 8 月 3 日我国确诊首例非洲猪瘟疫情，疫情从北方开始蔓延至南方，造成数量巨大的生猪死亡，直接导致了生猪行业产能的下滑。

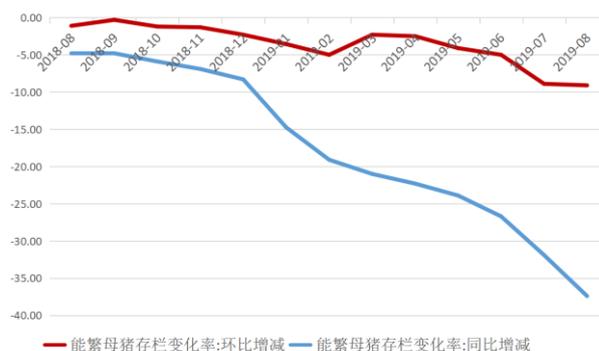
**能繁母猪存栏数据大幅下滑。**非洲猪瘟爆发以来，对国内生猪养殖行业造成了巨大打击，其高致死率导致生猪存栏量大幅下滑。能繁母猪是衡量生猪出栏的重要指标，自 2018 年 8 月非洲猪瘟疫情以来，全国能繁母猪存栏量从 3145 万头急剧下降，截至 8 月存栏量仅剩 1968 万头，**同比下降 37.42%，环比下降 9.10%。**

图 2：能繁母猪存栏量大幅下降



资料来源：中国政府网，东莞证券研究所

图 3：能繁母猪存栏环比同比均大幅下降

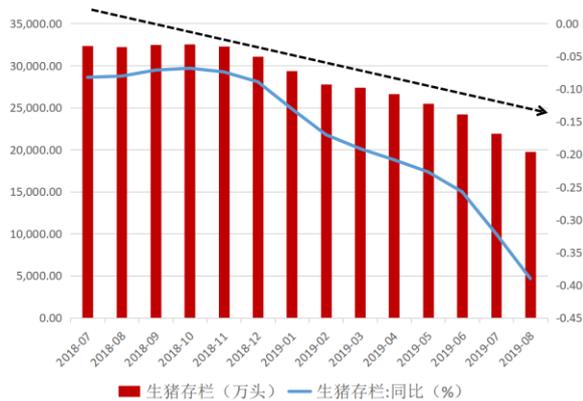


资料来源：农业部，东莞证券研究所

**生猪存栏数据大幅下滑。**非洲猪瘟对行业产能造成了巨大打击，最直接的体现是生猪存栏量的大幅下滑。全国生猪存栏量从2018年8月的32243万头下降到2019年8月的19783万头，**同比下降了38.64%**。从产量数据看，美国农业部预测2019年中国猪肉产量为4850万吨，比2018年下跌554万吨；预期2019年猪损失量创新近十年新高，达到了657.6万头，远高于2018年的200.1万头。由于行业产能的下滑，2019年猪肉进口量预期增加63.9万吨至220万吨，出口量减少4.3万吨至16万吨。

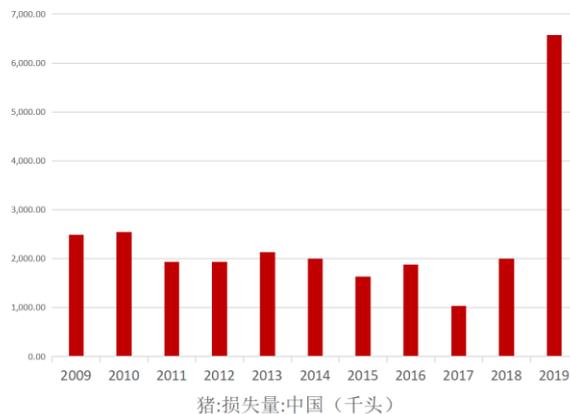
**供给缺口明显。**2018年全国猪肉消费量为5539.8万吨，由于供给收紧，预期2019年消费量下降至5054.0万吨，以4850.0万吨的产量测算，2019年全国猪肉供给缺口或接近**700万吨**，供给缺口明显。

图 4：生猪存栏量大幅下滑



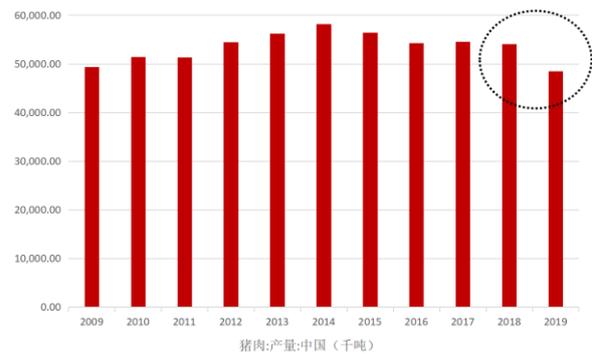
资料来源：中国政府网，国家统计局，东莞证券研究所

图 6：2019 年猪损失量大幅攀升



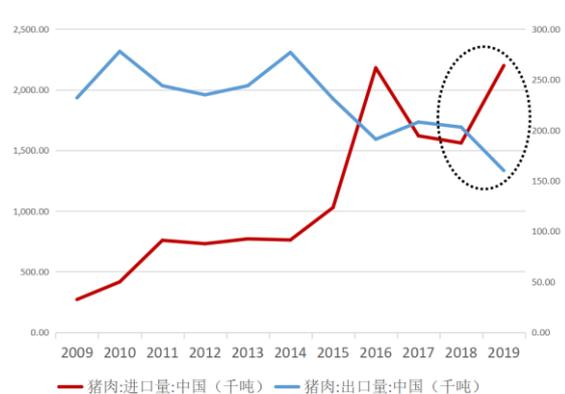
资料来源：美国农业部，东莞证券研究所

图 5：2019 年猪肉产量预期下跌



资料来源：美国农业部，东莞证券研究所

图 7：进口量提升出口量下降



资料来源：美国农业部，东莞证券研究所

## 2.2 供给收紧致肉价大涨

**产能下滑导致猪肉价飙升。**全国生猪存栏量8月同比下降38.64%。由于猪肉是基本生活必需品之一，短时间内产能的大幅下滑导致了市场供不应求的情况发生，猪肉价格大幅上涨。截至9月6日，全国22个省市生猪平均价为27.18元/千克，**同比上涨92.77%**；

22个省市平均猪肉价格为36.61元/千克，同比上涨70.12%。截至9月17日，36个城市猪肉平均零售价为25.19元/500克，同比上涨66.49%。从各项批发价、零售价、均价指标来看，当前全国猪肉价格高涨是不争的事实。由于能繁母猪存栏量处于低水平，从能繁母猪到商品肉猪出栏需要10-11个月的平均养殖周期，预测四季度至下一年猪肉供给紧张，价格高企仍然是大趋势。

图 8：22 个省市生猪和猪肉价格大涨



图 9：仔猪和猪粮比价大涨



资料来源：中国畜牧业信息网，东莞证券研究所

资料来源：中国畜牧业信息网，东莞证券研究所

图 10：各项猪肉价格指标上涨

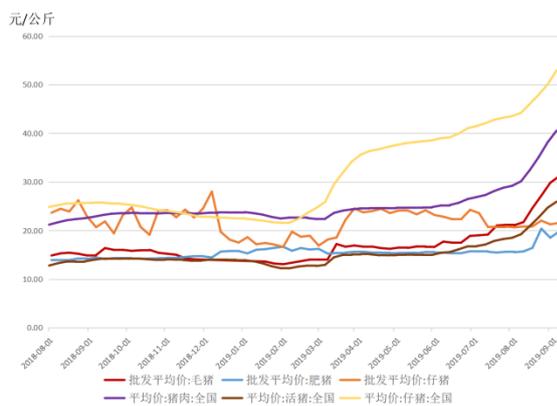


图 11：36 个城市平均猪肉价格上涨



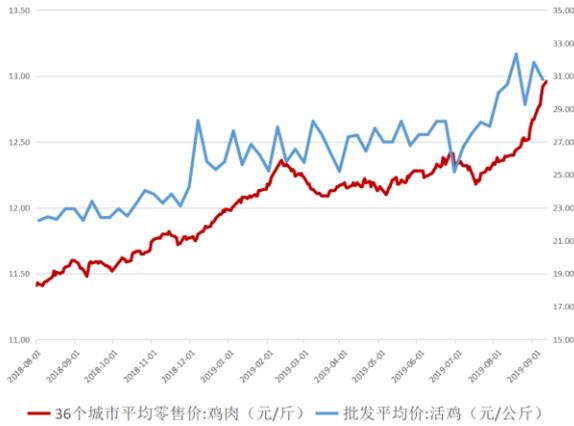
资料来源：农业部，东莞证券研究所

资料来源：国家发改委，东莞证券研究所

**鸡价同步起飞。**鸡肉是猪肉的良好替代品，当猪肉价格高涨，消费者转向购买鸡肉，从而带动鸡肉价格同步上涨。截至9月17日，36个城市鸡肉平均零售价为13.28元/500克，同比上涨14.58%。9月13日活鸡批发平均价为31.31元/公斤，同比上涨33.86%。9月12日主产区肉鸡苗平均价位8.48元/羽，同比上涨73.77%。肉价大涨，养殖企业扩大产能意愿强烈，产能的扩张带来动物疫苗需求的增加。

图 12：36 个城市鸡肉零售价走高

图 13：主产区肉鸡苗价格上涨



资料来源：国家发改委，农业部，东莞证券研究所



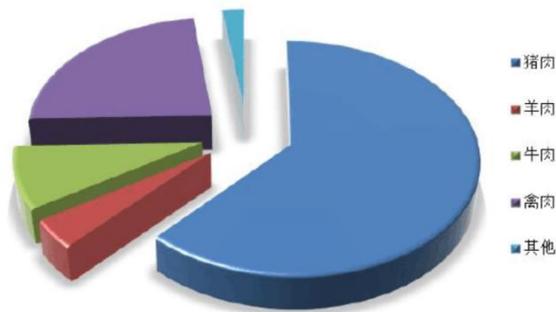
资料来源：博亚和讯，东莞证券研究所

### 2.3 补栏需求引出疫苗行业机会

**当前补栏需求明显。**当前全国生猪存栏量下降严重，比去年同期下降了近三成，8月同比下降了38.64%。产能的下降导致了猪肉价格的上涨，截至9月6日，全国22个省市生猪平均价为27.18元/千克，同比上涨92.77%。2019年全国猪肉供给缺口或接近700万吨，补栏需求明显。根据猪周期“母猪数量减少→生猪供应减少→猪肉价格上涨→母猪补栏增加→生猪供应增加→猪肉价格下跌→大量淘汰母猪”的循环，当前正处于“猪肉价格上涨→母猪补栏增加”的转变阶段，政府也出台了各种如提供农业用地、提供信贷支持、提供养殖补贴等刺激政策帮扶生猪养殖企业扩产以保证生猪供应，今年下半年至明年上半年加大补栏量是必然趋势，补栏量的增加会直接增加动物疫苗的需求。

**补栏需求引出动物疫苗行业机会。**我国肉类消费结构中，猪肉是占比最大的品种，2018年国内消费猪肉5539.8万吨，占据我国肉类消费总量的约61.9%。其次是禽肉和牛肉，2018年消费量分别为1153.5万吨和791.0万吨，占比分别约12.9%和8.9%。猪肉作为我国肉类占比最高的消费单品，**产能的大幅下滑导致了巨大的补栏需求**，动物疫苗是生猪养殖的重要上游原料之一，当前巨大的补栏需求将引出动物疫苗行业业绩爆发机会。猪常用疫苗中，按照生猪疫苗市场份额区分，分别为口蹄疫>蓝耳>圆环>伪狂犬>腹泻>猪瘟，口蹄疫疫苗是用量最多的猪用疫苗，而生物股份是口蹄疫疫苗龙头，公司2018年口蹄疫市场苗市占率约58%。

图 14：2018 年我国肉类消费结构



资料来源：观研天下，东莞证券研究所

图 15：2018 年我国生猪疫苗市场结构



资料来源：观研天下，东莞证券研究所

### 3、未来是市场苗时代

#### 3.1 我国动物疫苗销售体系简介

动物疫苗分为强制苗与非强制苗。我国的动物疫苗销售体系分为强制免疫疫苗（强免）和非强制免疫疫苗（非强免）两种。强免疫苗根据采购方式不同，可以分为政府招标采购疫苗和市场疫苗两种；非强免疫苗只有市场苗一种。招采苗由政府统一招标后采购，然后免费发放给有需求的农户使用，疫苗品种齐全，覆盖地区范围广，招采苗市场接近饱和。招采苗由于竞争大，企业为中标压低成本而导致生产质量参差不齐，产品质量普遍不如市场苗，对防疫要求高的大型养殖场更倾向于采用市场苗而非招采苗。

表 2：我国现行疫苗销售体系

分类	定义
强免疫苗（分政采苗和市场苗）	农业部指定的生产企业只能将国家强制免疫生物制品销售给省级人民政府兽医行政管理部门和符合条件的养殖场，不得向其他单位和个人销售。
非强免疫苗（均为市场苗）	兽用生物制品生产企业可以将本土生产的非国家强制免疫生物制品直接销售给使用者，也可以委托给经销商销售。

资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

#### 3.2 我国动物疫苗市场规模预测

动物疫苗有较大市场空间。我国动物疫苗行业起始于 1918 年青岛商品检验局血清所，经历了三个大的阶段，分别是起步阶段、粗放发展时期和快速发展时期。近年来我国养殖业规模化是主要的发展方向，规模化的养殖场对动物疫苗有刚性需求，是疫苗市场的主要推动力。2000 年后，我国动物疫苗行业保持快速发展态势，截止 2018 年我国动物疫苗市场规模已经接近 200 亿元。非洲猪瘟疫情将加速动物疫苗行业的发展，预测 2019 年我国动物疫苗市场规模约 250 亿元，并将持续保持高速发展，预测到 2024 年市场规模有望突破 500 亿元。

图 16：2014-2018 年中国动物疫苗行业市场规模



资料来源：观研天下，东莞证券研究所

图 17：2019-2025 年我国动物疫苗的市场规模预测



资料来源：观研天下，东莞证券研究所

### 3.2.1 口蹄疫疫苗市场空间

**口蹄疫简介。**口蹄疫是一种高传染性、高死亡率的牲畜疾病，侵害牛、羊、猪、骆驼、鹿等偶蹄性牲畜动物（两瓣蹄子的兽类），目前防治仍以接种疫苗为主，尚无有效的治疗手段。口蹄疫多发病与春冬季。母猪和商品猪均需要免疫：母猪每年免疫 2-3 次（主要是在产前 1 个月做免疫），商品猪免疫 2 次（仔猪 25 公斤以下免疫 1 头份，中大猪再免疫加强 1 头份）。

**口蹄疫疫苗是动物疫苗体量最大单品。**口蹄疫是政府强制免疫的疫病种类之一。口蹄疫疫苗又是动物疫苗中体量最大、市场规模增长最快的单品。2011 年之后呈现快速发展的趋势。2016 年国内口蹄疫疫苗市场规模约为 38 亿元，政府招采 20 亿元，市场直销 18 亿元。近几年来，随着养殖规模化进程加速，口蹄疫市场苗规模增长迅猛。在养殖规模程度提升和“先打后补”等政策额刺激下未来口蹄疫市场苗还将保持高速增长，预计到 2020 年口蹄疫市场苗的规模将达到 71 亿元。

表 3：口蹄疫疫苗市场规模预测

免疫对象	疫苗类型	出栏量(亿头)	存栏量(亿头)	疫苗单价(元)	免疫次数(次)	免疫覆盖率
商品猪	政府苗	7.08	-	1.5	2	80%
商品猪	市场苗	7.08	-	7.5	2	25%
能繁母猪	政府苗	-	0.35	2	2.5	50%
能繁母猪	市场苗	-	0.35	7.5	2.5	80%
牛	-	0.5	9	2	35%	-
奶牛	-	-	0.15	9	2	80%
羊	-	2.95	-	8	2	35%
市场规模	-	-	-	-	-	71 亿元

资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

**生物股份是口蹄疫疫苗龙头。**口蹄疫疫苗采取的是定点生产模式，只有农业部指定的口蹄疫疫苗生产企业才能生产和销售该疫苗。目前共有 7 家企业取得了生产资格，分别是：生物股份、中牧股份、天康生物、中农威特、必威安泰、申联生物和海利生物。生物股份是口蹄疫市场的绝对龙头，生物股份在直销苗市场份额达到 58%，整个直销市场处于“一家独大”局面。

### 3.2.2 猪圆环疫苗市场空间

**猪圆环简介。**猪圆环病毒病（Porcine circovirus disease, PCVD）是猪的重要传染病，发病率高，给畜牧业造成了较大损失。猪圆环病毒的防控和猪圆环疫苗的开发已经成为行业内关注的重点。自 2010 年勃林格猪圆环疫苗在国内上市以来，国内猪圆环疫苗的研制进程明显提速。

**猪圆环疫苗市场规模测算。**2016 年国内圆环疫苗的市场规模约 15 亿元，随着生猪养殖规模化程度提升，预计猪圆环疫苗的市场规模在 31 亿元左右。猪圆环病疫苗的生产厂

家已经超过 30 家，市场份额比较集中。国内猪圆环疫苗市场主要由勃林格占据，市场份额接近 48%。但是随着国产疫苗的崛起，勃林格的市场份额出现明显下滑。2017 年生物股份的猪圆环基因工程苗销售收入约为 1.4 个亿，增长了 3 倍。国产猪圆环疫苗正加速替代进口猪圆环疫苗，未来国产圆环疫苗的市场份额有望占到 70%左右。

**表 4：猪圆环疫苗市场空间测算**

免疫对象	出栏量（亿头）	存栏量（亿头）	疫苗单价(元)	免疫次数（次）	免疫覆盖率
商品猪	7.08	-	9	1	40%
能繁母猪	-	0.35	9	2	80%
市场规模(亿元)	-	-	-	-	30.53

资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

### 3.2.3 伪狂犬病疫苗市场空间

**伪狂犬病简介。**伪狂犬病是由伪狂犬病毒（Pseudorabies virus, PRV）引起的多种动物共患传染病，伪狂犬病病毒主要侵害动物机体神经系统及生殖系统，对仔猪危害极大，患病死亡率能达到 60%以上。

**伪狂犬病疫苗市场空间测算。**2011 年之前爆发的伪狂犬病疫情主要是由经典毒株 Bartha-k61 引起，2011 年之后毒株出现变异，针对经典毒株的伪狂犬病疫苗对变异毒株并不能起到很好的免疫效果。随着养殖规模化成的提高，养殖场对变异毒株的伪狂犬疫苗需求会大增。预计伪狂犬疫苗的市场空间在 20 亿左右。

**表 5：伪狂犬病疫苗市场空间测算**

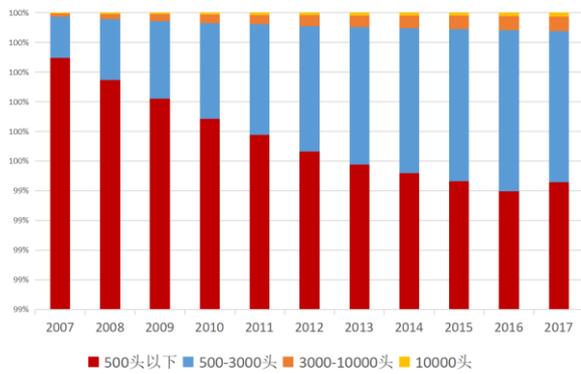
免疫对象	出栏量（亿头）	存栏量（亿头）	疫苗单价(元)	免疫次数（次）	免疫覆盖率
商品猪	7.08	-	2	2	60%
能繁母猪	-	0.35	3	3	80%
市场规模(亿元)	-	-	-	-	19.51

资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

## 3.3 养殖规模化是大趋势

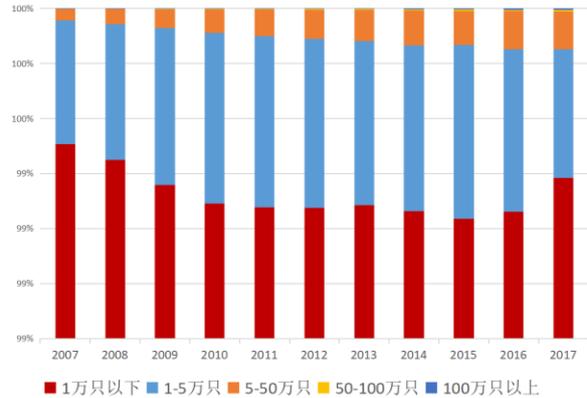
**养殖业向规模化进发。**规模大的养殖场综合成本低、生物防控要求高、管理效益好，发达国家养殖业发展过程中都是从大量的小规模养殖场到少量的大规模养殖场转变。我国生猪规模养殖场也变为逐年向规模化演进，从 2007 年到 2017 年间，500 头以下小规模养殖场从 8200 万户锐减到 3700 万户，500-3000 头中规模养殖场数量从 11 万户增加到 19 万户，10000 头以上大规模养殖场从 1853 户大幅增加到 4541 户。同样，肉鸡养殖场表现出近似的趋势，2007 年到 2017 年 1 万只以下小规模场数量锐减过半，而 100 万只以上大规模场数量从 128 户增加到 953 户。

图 18：生猪养殖规模场户数



资料来源：中国畜牧业年鉴，东莞证券研究所

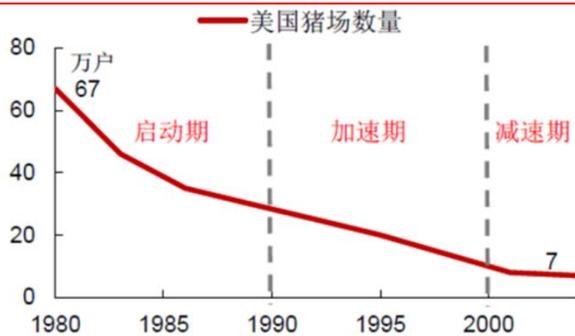
图 19：肉鸡养殖规模场户数



资料来源：中国畜牧业年鉴，东莞证券研究所

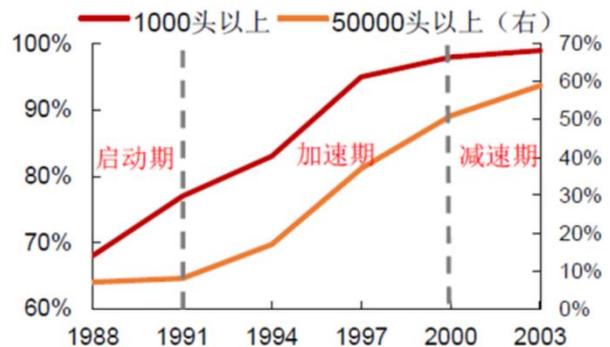
**美国规模化养殖进程经验。**美国养猪业从 70 年代末 80 年代初开始整合，至 2000 年基本完成，由 70 年代末约 70 万个商品猪场到 2000 年不足 10 万个，2010 年时仅约 7 万家，生猪养殖场数量锐减近 90%。美国规模化养殖进程大致可分为三个阶段：①经历了养殖场数量的急剧减少；②养殖场规模的迅速扩张；③规模化进程相对减速，场均存栏量趋于稳定，但大规模养殖场数量和存栏比重仍在稳步上升。当前美国畜牧业规模化率已超过 96%，规模化的养殖场对防疫要求高，造就了美国动物保健市场的繁荣。

图 20：美国猪场数量不断下滑



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

图 21：美国规模化出栏比例图



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

**中国规模化养殖开始加速阶段。**对比美国，中国养猪业自 2007 年开始整合，截止至 2015 年，养殖户数量不断下降，幅度高达 40%。出栏 500 头以上的猪场出栏占比达到 45%，同时场均存栏数提升约一倍，但是仍然处于较低水平。国际对比：我国目前处于规模化养殖的启动期与加速期之间，具体表现为散养户的退出已见成效，场均存栏量正大幅上升。500 头以上规模化养殖出栏占比正不断提高，至 2015 年已达 45%。以上特征较为符合美国的第 1、2 阶段特征，所以判定中国的规模化养殖进程正处于启动期和加速期中间。产业信息网分析认为，未来中国的生猪养猪结构将由目前的金字塔形向纺锤形转变，规模化养殖是大势所趋。预计未来三到五年，会出现 2-3 个千万头规模以上的企业；还会涌现出一大批出栏量在 5000-10000 头间的规模猪场。以上两类生猪供应主体将成为

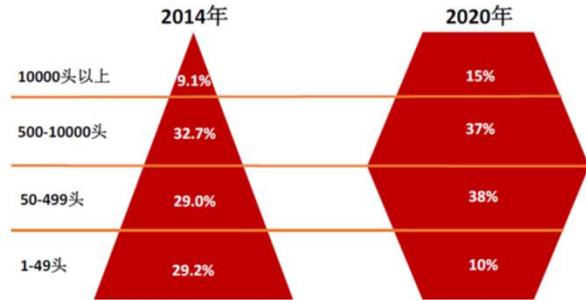
国内生猪的主要来源，共同保障稳定的猪肉供应和食品安全。

图 22：中美生猪出栏规模化对比



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

图 23：我国生猪养殖结构将向纺锤型演变



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

### 3.4 环保政策加速养殖规模化

**环保力度加强清退小养殖场。**随着环保政治力度日渐加强，养殖环境差，排污不合规的小型养殖场被强力的环保政策逐渐淘汰。2017 年我国开展了大力的环保政治工作，对多个地区规定了相关禁养，中央环境保护督察覆盖 23 个省份，大力查处不符合环保规定的养猪场。非洲猪瘟疫情爆发加速了小型养殖场的退场，原因是小型养殖场生物防控能力差，环保不达标程度高，防疫意识薄弱。每一次疫情的爆发，都促使养殖行业向规模化更进一步。大型养殖场由于管理到位、资金充裕、防控意识强、防控措施到位等因素，对重大疫情的抵抗能力强，于是在疫情中比小型养殖场有更强的生存能力。同时大型养殖场由于重视生物防疫，对动物疫苗的要求非常高，倾向于采购市场上优质的疫苗以满足防疫需求，从而逐渐扩大动物疫苗的渗透率。

表 6：环保政策禁养生猪事件

时间	事件
2013. 4. 12	厦门将重点对地表水及近岸海域的水环境质量进行治理，使之满足创建国家级生态市的指标要求。将加大生猪禁养工作。厦门所有的饮用水源保护区也全面实施生猪禁养。
2017. 7. 21	中央环境保护督察已经覆盖 23 个省份，大力查处不符合环保规定的养猪场。
2017. 8. 28	濂溪河禁养区，关闭搬迁 111 家养殖场，其中专业养殖户 94 家，禁养区内还有 17 家规模养殖场。
2018. 1. 1	《环境保护税法》实施，环保税开征。2018 年全国共有 26.7 万户纳税人实际缴纳环保税 205.6 亿元，今年一季度实际缴税额为 54.1 亿元。

资料来源：根据新闻整理，东莞证券研究所

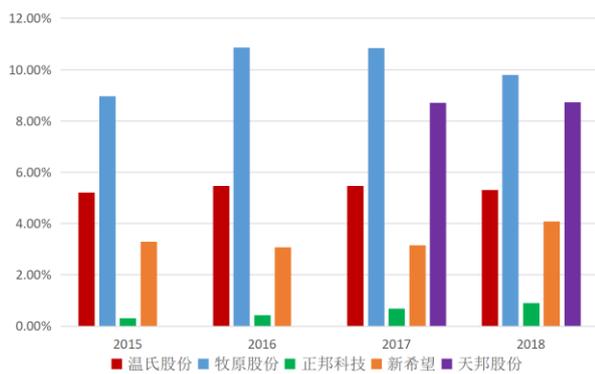
### 3.5 大规模养殖场疫苗渗透率高

**头部养殖场防疫成本远高于小散场。**规模养殖场对防疫要求高，原因是一旦爆发疫情需要扑杀的畜禽量巨大，导致损失巨大。因此大型养殖场普遍非常重视防疫投入，兽药疫苗的投入也远高于中小养殖场。我国头部养殖公司温氏股份、牧原股份、新希望、天邦

股份 2018 年兽药疫苗投入占营收比重分别为 5.30%、9.80%、4.08%、8.72%。根据全国农产品成本收益资料汇编资料显示，规模越大的养殖场生物防疫成本占比越高，2018 年大规模养殖场防疫成本占营收比例普遍在 1.50%左右，我国头部养殖场投入比例明显高于一般养殖场。

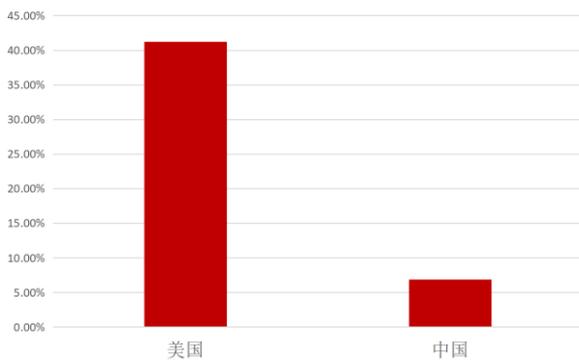
**养殖规模化将提高疫苗渗透率。**中国报告网数据显示，2017 年我国十大生猪养殖公司市占率仅为 6.86%，对比美国的 41.20%，我国生猪养殖规模化还有相当长的路。随着养殖规模化的推进，养殖规模越大的公司对疫苗投入越高，将成为动物疫苗行业发展的直接推动力。可预见随着我国养殖规模化的发展，疫苗渗透率也会逐步提高。

图 24：大型养殖公司兽药疫苗投入占营收比例（%）



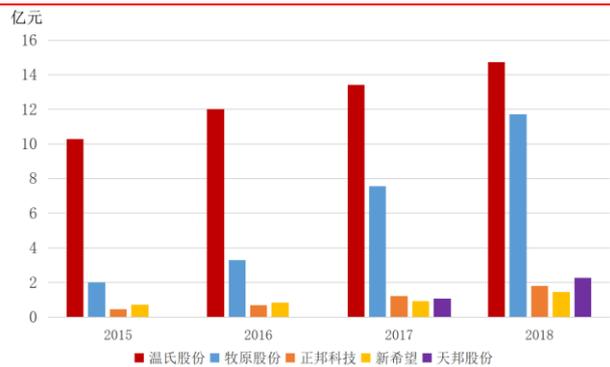
资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 26：2017 年中美十大生猪养殖企业市占率



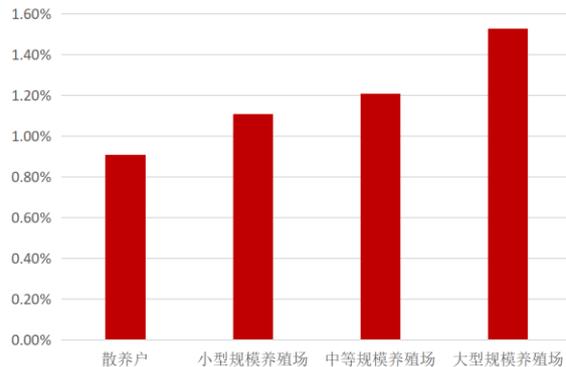
资料来源：中国报告网，东莞证券研究所

图 25：大型养殖公司兽药疫苗投入



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 27：不同规模养殖户疫苗投入占收入比重



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，东莞证券研究所

### 3.6 未来是市场苗时代

**政策开放开启了市场苗时代。**我国动物疫苗市场以前以政采苗为主，2015 年政采苗市场份额为 57%，仅略高于市场苗。2012 年 5 月农业部发布了《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020）》，明确提出“完善强制免疫政策和疫苗招标采购制度，明确免疫责任主体，逐步建立强制免疫退出机制。”这一政策出台之后，国家对强制免疫疫苗的销售政策出现松动，允许农业部指定的疫苗生产企业将强制免疫疫苗直接销售给符合条件的养殖场。从政策层面来看，国家不仅放松了对强制免疫疫苗的销售管制，而且还减少

了强制免疫的疫病，这为市场苗打开了成长空间。自始，由市场自由选择的疫苗市场份额开始每年快速攀升，2015 年市场苗份额已超过 40%，未来大概率超过招采苗成为疫苗市场的主要种类。

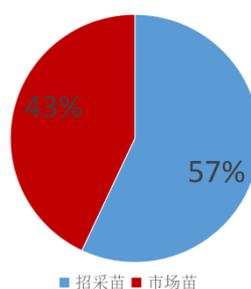
**大企业倾向使用市场苗。**强制免疫苗分为政采苗和市场苗。政采苗由政府招标采购，竞争企业多，竞争压力大，企业通常采用价格战来竞争，从而导致企业实际盈利水平低下，企业不得不采取降低产品质量的方式来压寨成本，最终导致政采苗质量低下，经常出现疫苗有效率低甚至失效的情况发生。大规模养殖企业对生物防疫重视程度高，一旦疫情爆发将对企业造成毁灭性的损失，因此即使市场苗价格高于政采苗，大企业也倾向购买市场苗来满足防疫需求。国内头部生猪养殖企业温氏股份和牧原股份均主要采用市场苗作防疫用。随着政策的逐渐放开和养殖规模化发展，未来动物疫苗市场是市场苗时代。生物股份是当前市场苗的龙头公司，拥有竞争优势。

图 28：市场苗份额快速提高



资料来源：中为咨询，东莞证券研究所

图 29：2015 年动物疫苗渠道结构



资料来源：中为咨询，东莞证券研究所

## 4、公司优势突出

### 4.1 技术领先引领行业

**工艺优势明显。**生物股份是国内首家采用**悬浮培养**和**纯化浓缩**技术生产口蹄疫疫苗的厂家，并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，采用口蹄疫抗原含量 146S 检测技术，使抗体检测更加准确可靠，配苗时间大幅缩短，有效的提升了疫苗的产品质量，推动了国内兽用生物制药产业的技术升级。

**公司是国内悬浮培养先驱。**公司于 2009 年上线了国内第一条悬浮培养口蹄疫疫苗生产线，国内其他企业普遍于 2010 年以后才开始搭建。口蹄疫疫苗生产工艺由 Frenkel 培养法到转瓶培养法再到现在普遍使用的悬浮培养法。口蹄疫疫苗生产中常用的方法主要有三种：转瓶培养、低血清悬浮培养和无血清悬浮培养。传统的口蹄疫疫苗是将贴壁 BHK 细胞至于转瓶中培养并用于疫苗生产，随着产业的发展以及该生产系统自身控制难度较大、毒源容易传播等弊端，该方法自 2012 年起停止受理采用。悬浮细胞培养是细胞不借助贴附介质而在生物反应器中自由悬浮生长的培养方法，又分为低血清悬浮培养和不完全无血清培养，悬浮培养具有细胞摆脱对贴附面的依赖、生长环境均一、操作简单可控和生产成本低等优势。新工艺技术的应用，使企业在生产效益、产品质量和竞争

力等方面明显提高。国内悬浮培养技术虽起步较晚，但已显示出明显优势，因此由转瓶培养到悬浮培养的工艺改革是必然的趋势。

**表 7：口蹄疫转瓶培养与悬浮培养工艺对比**

项目	转瓶培养	悬浮培养
培养方式	转瓶贴壁细胞培养	悬浮细胞培养
毒价（TCID <sub>50</sub> /LD <sub>50</sub> ）	7.0/7.5	7.25/7.25
细胞密度（cells/ml）	2.5-3.5 x 10 <sup>6</sup>	3×10 <sup>6</sup>
工作体积	1.5L	500L
均一性	培养体积小，需混合，批间差大	培养体积大，无需混合，批间差小
产品效力	不可控	稳定可控
蛋白纯化	含血清，杂蛋白含量高，纯化复杂	无血清，杂蛋白含量低，纯化简单
配苗比例	需浓缩	稀释 5-10 倍
产品质量	产品质量较低	杂蛋白含量低，产品质量较高
劳动力需求	多	少
车间条件要求	培养室面积大，需恒温	培养室面积小，无恒温要求

资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

**猪口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗将成主流。**口蹄疫疫苗研发至今历经了三个阶段：活毒疫苗、灭活疫苗和新型疫苗。活毒疫苗出现时间相对较早，但由于毒力不稳定、易受干扰、免疫原性难以控制等缺陷已被世界大多数国家摒弃。灭活疫苗是是经一系列试验动物选择的田间毒株经病毒培养系统大量扩增获得的病毒制备物，灭活剂处理后添加佐剂制成的一类生物制品，目前在我国应用最广泛，具有安全可靠，免疫效果良好的特点。目前灭活疫苗在我国口蹄疫疫苗中占主导地位，未来 0-A 二价苗将成主流。2016 年开始口蹄疫亚洲 I 型的退出，A 型的免疫也将铺开，由于市场缺乏猪用 A 型疫苗，因此 0-A 二价疫苗将逐渐替代 0-A-I 三价苗，成为未来市场的主流产品。2017 年底，由**金宇保灵**与中国农业科学院兰州兽医研究所、中农威特、申联生物医药合作研发的猪口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗已获得《新兽药注册证书》，该产品也是国际上首个获批的猪口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗产品，预计将引领我国口蹄疫疫苗升级换代的步伐。

**表 8：我国主要口蹄疫疫苗及品牌**

疫苗品种	毒株	生产企业	研制单位
猪口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗	Re-0/MYA98/JSCZ/2013 株 +Re-A/WH/09 株	金宇保灵、中农威特、 申联生物	兰研所、金宇保灵、中 农威特、申联生物
口蹄疫 0 型合成肽疫苗	多肽 0405+0457	中牧股份	中牧股份
	多肽 TC98+7309+TC07	天康生物	天康生物
	多肽 2600+2700+2800	申联生物	申联生物、兰研所、中 农威特、郑州永继
	多肽 98+93	中牧股份	中牧股份
口蹄疫 0 型、A 型、亚	0/HB/HK/99 株+AF/72 株+	中牧股份	兰研所

洲 1 型三价灭活疫苗	Asia-1/XJ/KLMY/04 株		
	OHM/02 株+AKT-III 株 +AsialKZ/03 株	杨凌金海、必威安泰、 天康生物	天康生物、新疆兽医研 究所
	O/MYA98/BY/2010 株 +Asial/JSL/ZK/06 株 +Re-A/WH/09 株	<b>金宇保灵</b> 、中农威特	兰研所、 <b>金宇保灵</b> 、中 农威特
口蹄疫 0 型、亚洲 1 型 二价灭活疫苗	OHM/02 株+ JSL 株	天康生物、 <b>金宇保灵</b>	天康生物、新疆兽医研 究所、新疆动物卫生监 督所
	ONXC 株+JSL 株	必威安泰、中农威特	必威安泰
	OJMS 株+JsL 株	<b>金宇保灵</b> 、中农威特	<b>金宇保灵</b>
	OS 株+JSL 株	中牧股份	中牧股份
	多肽 0501+0601	中牧股份	中牧股份、中国牧工商 (集团) 总公司
牛口蹄疫 0 型、亚洲 1 型二价合成肽疫苗	O/Mya98/XJ/2010 株 +O/GX/09-7 株	<b>金宇保灵</b> 、必威安泰、 天康生物、中牧股份、 杨凌金海	中国兽药检查所等
猪口蹄疫 0 型灭活疫苗	O/MYA98/BY/2010 株	中农威特	兰研所、中农威特
	OZK/93 株+OR/80 株	<b>金宇保灵</b> 、必威安泰	必威安泰
	OZK/93 株+OS/99 株	中牧股份	中牧股份
牛口蹄疫 A 型灭活疫苗	AF/72 株	中农威特	中农威特

资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

## 4.2 公司产品种类齐全

**公司疫苗制品覆盖主流畜禽疾病。**公司动物疫苗产品有口蹄疫疫苗、布病疫苗、禽苗灭活苗、猪圆环疫苗、猪蓝耳疫苗、猪伪狂活疫苗、禽流感疫苗等，基本覆盖常见畜禽疾病。2018 年公司生产口蹄疫疫苗 11.52 亿毫升，圆环疫苗 2330.79 万毫升、禽苗灭活苗 8958.00 万毫升、伪狂犬疫苗 1103.26 万头份等。口蹄疫、布病、禽苗灭活苗销量分别同比增加 9.80%、9.66%、84.65%。公司疫苗产品种类全，是国内动物疫苗市场的重要供应厂家之一。

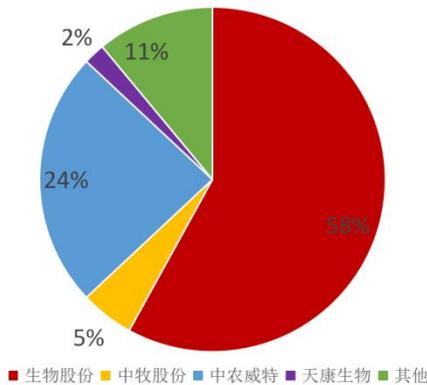
**公司是口蹄疫市场苗龙头。**国内目前生产口蹄疫疫苗的企业有 7 家，分别是生物股份、中牧股份、天康生物、中农威特、申联生物、必威安泰、海利生物。常见生猪疾病按照市场份额区分为口蹄疫>蓝耳>圆环>伪狂犬>腹泻>猪瘟，口蹄疫疫苗是用量最多的猪用疫苗，生物股份是口蹄疫疫苗龙头，公司 2016 年口蹄疫市场苗市占率约 58%，呈现一家独大的地位，市占率还在持续攀升。未来是市场苗时代，公司凭借领先的生产技术率先确立了市场苗领导地位，在养殖规模化和疫苗市场化进程中更能优先抓住行业机会。

表 9：公司 2018 年产销量分析表

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量同比(%)	销售量同比(%)	库存量同比(%)
口蹄疫疫苗(万毫升)	115,198.60	98,409.10	22,136.80	38.73	9.80	576.27
布病疫苗(万头份)	12,324.70	13,144.42	2,414.22	-3.68	9.66	-25.44
禽苗灭活苗(万毫升)	8,958.00	2,212.05	1,455.13	74.76	84.65	42.98
禽苗灭活苗(万毫升)	8,762.78	9,071.25	784.95			
禽苗活苗(万羽份)	288,801.25	291,250.38	46,505.35			
猪圆环(万毫升)	2,330.79	2,054.27	555.58	7.68	0.90	53.23
猪蓝耳疫苗(万毫升)	289.70	252.73	80.84	-59.26	-56.82	29.79
猪伪狂活疫苗(万头份)	1,103.26	501.77	587.79			
禽流感(万毫升)	64,030.65	63,967.65	1,168.35			
猪灭活疫苗(万毫升)	269.66	471.22	29.27			
猪活疫苗(万头份)	11,172.49	9,729.77	1,513.69			
犬苗(万头份)	254.50	228.33	52.61			

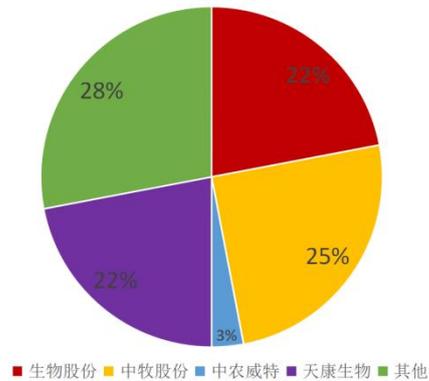
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 30：口蹄疫生产企业市占率（市场苗）



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

图 31：口蹄疫生产企业市占率（政采苗）



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

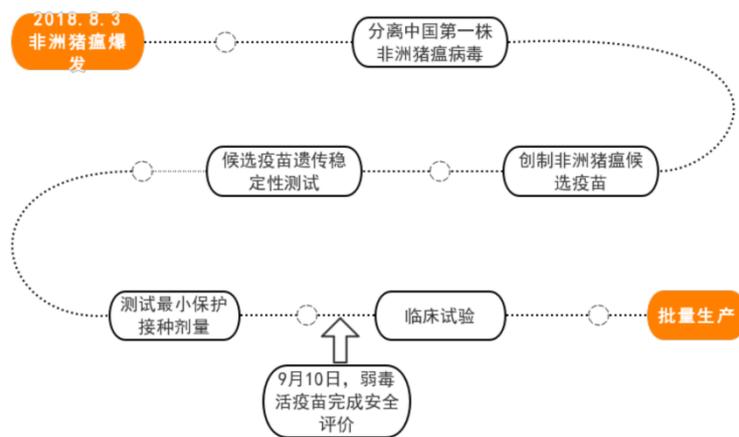
### 4.3 公司未来有望成为非洲猪瘟疫苗的生产商

非洲猪瘟疫苗即将进入临床实验阶段。国内非洲猪瘟疫情爆发后，中国农科院迅速开展相关疫苗研发工作，并把非洲猪瘟疫苗研发任务定位国家级战略任务，组织了以哈兽研为首的研发单位合作研发非洲猪瘟疫苗。2019年5月24日，由中国农科院哈尔滨兽医研究所自主研发的非洲猪瘟疫苗取得阶段性成果。中国在非洲猪瘟疫苗创制阶段主要取得五项进展：一是分离中国第一株非洲猪瘟病毒。建立了病毒细胞分离及培养系统和动物感染模型，对其感染性、致病力和传播能力等生物学特性进行了较为系统的研究。二是创制了非洲猪瘟候选疫苗，实验室阶段研究证明其中两个候选疫苗株具有良好的生物安全性和免疫保护效果。三是两种候选疫苗株体外和体内遗传稳定性强。分别将两种候选疫苗株在体外原代细胞中连续传代，其生物学特性及基因组序列无明显改变，猪体内连续传代，也未发现明显毒力返强现象。四是明确了最小保护接种剂量，证明大剂量和

重复剂量接种安全。五是临床前中试产品工艺研究初步完成，已建立两种候选疫苗的生产种子库，初步完成了疫苗生产种子批纯净性及外源病毒检验，初步优化了候选疫苗的细胞培养及冻干工艺。中国农科院9月10日发布消息称，我国非洲猪瘟疫苗研制在今年4月实验室研究工作取得成功后，8月疫苗研发工作又取得了新的重要进展。一株双基因缺失弱毒活疫苗已完成了实验室安全评估与有效试验，突破了规模化生产技术瓶颈，近期已向农业农村部提出生物安全评价申请，**即将进入临床试验阶段**。

**公司未来有望生产非洲猪瘟疫苗。**非洲猪瘟爆发以来，对我国生猪养殖行业造成了巨大打击，行业产能下降了3成，导致市场猪肉供不应求，猪肉价格高涨。国家把非洲猪瘟疫苗研发设定为国家级战略任务，一旦疫苗研发成功，大概率成为强制免疫疫苗接种，以为着非洲猪瘟疫苗有巨大的市场空间。非洲猪瘟疫苗研制难度大，生产技术要求高，预测只有生产技术先进的疫苗厂商有机会获得生产资格。生物股份2018年大生产体系通过工艺流程标准化以及偏差管控等机制，完成了8个产品的国际化质量标准升级。保灵公司获得中国合格评定国家认可委员会授予的实验室CNAS证书，具备了开展认可能力范围内检测和校准服务的技术资质。2019年上半年金宇生物科技产业园区一期项目进展顺利，口蹄疫疫苗车间完成机电安装和内部施工，灭活疫苗、弱毒活疫苗、布鲁氏杆菌疫苗三个车间通过GMP静态验收，所有车间预计将在下半年完成GMP动态验收，年底前可全部投产运营。新园区智能制造将疫苗生产工艺参数、质量标准、操作规程和数字化生产线与西门子工业4.0控制技术深度融合，实现了疫苗制造全生命周期在最优选工艺参数下完成，进一步提升公司核心竞争力。公司新建生物科技产业园提高了公司整体生产技术水平，为非洲猪瘟疫苗做好了生产准备。

图 32：非洲猪瘟疫苗研发进程



资料来源：根据新闻整理，东莞证券研究所

图 33：历史事件期间公司股价表现

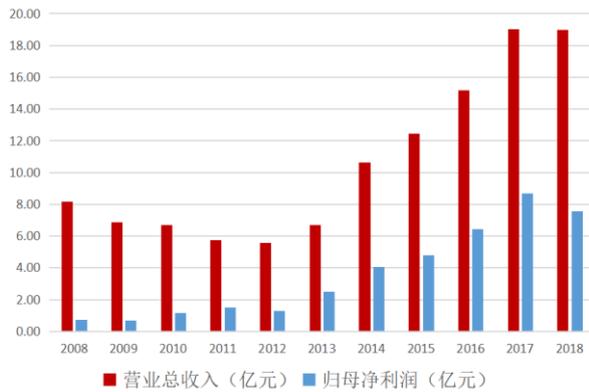


资料来源：东莞证券研究所，东莞证券研究所

#### 4.4 公司财务数据靓丽

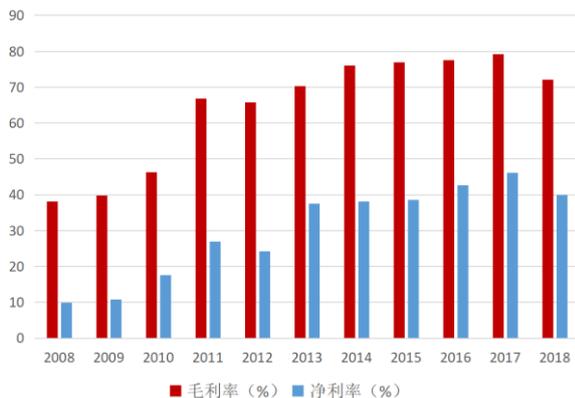
毛利率与净利率领先行业。公司营业收入增长迅速，从2009年到2018年间，营收从6.85亿元增长到18.97亿元，十年年均复合增长率为10.72%。归母净利润十年间从0.66亿元增长到7.54亿元，涨幅超十倍，十年年均复合增长率为27.58%。公司对成本控制得当，毛利率与净利率在所有动物保健公司中排名第一，2018年公司毛利率和净利率分别高达72.17%和40.00%，大幅高于行业平均水平。

图 34：公司营收与利润快速增长



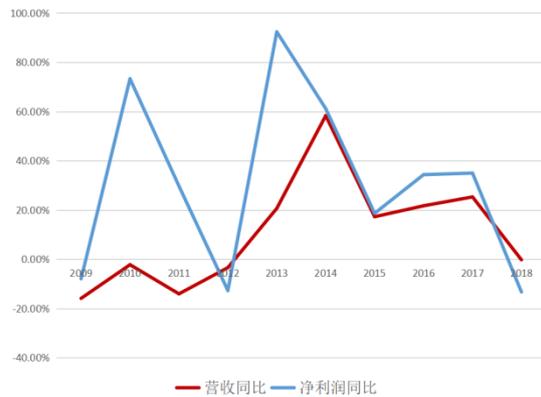
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 36：生物股份历史毛利率与净利率



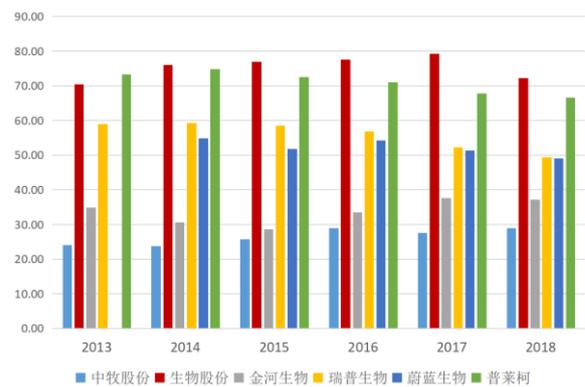
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 35：公司营收与净利润同比增长率



资料来源：wind，东莞证券研究所

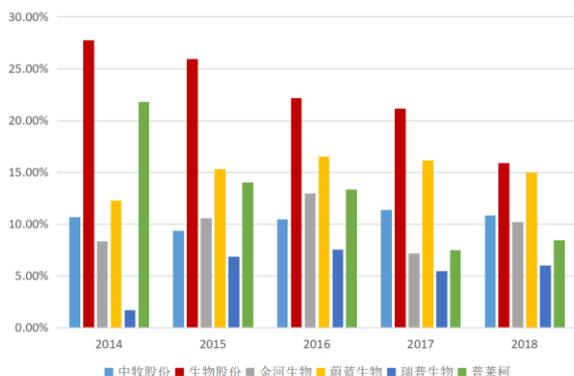
图 37：生物股份毛利率领先行业



资料来源：wind，东莞证券研究所

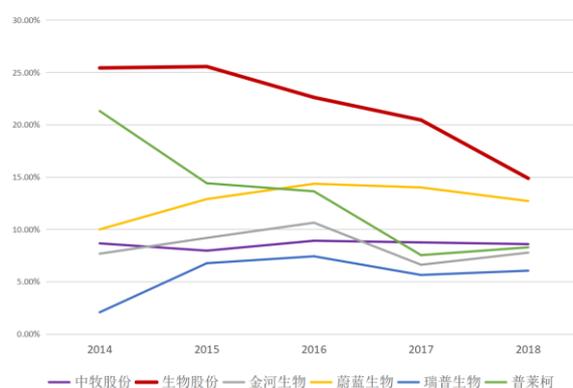
ROE 和 ROA 大幅领先同行。公司 2018 年 ROE 为 15.88%，领先中牧股份 5.83 个百分点，在所有动物保健企业中排名第一。公司 2018 年 ROA 为 14.87%，领先中牧股份 6.28 个百分点，同样是动物保健企业中最高值。

图 38：公司 ROE 领先行业



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

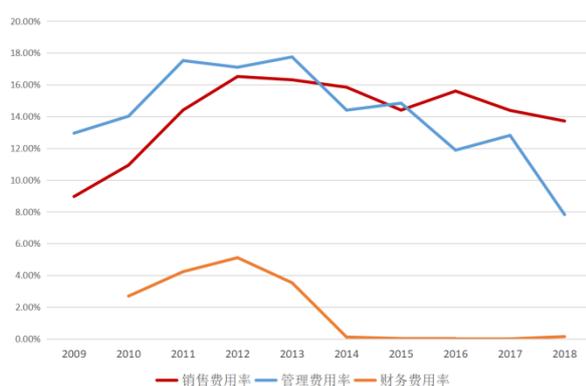
图 39：公司 ROA 领先行业



资料来源：wind，东莞证券研究所

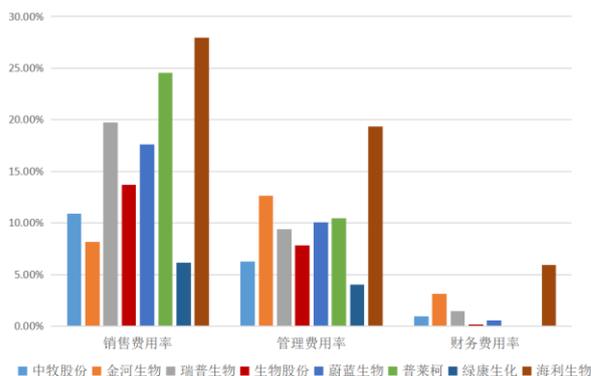
三费稳步下降。公司三费整体低于行业平均水平，财务费用率为动保行业最低。近年来公司三费稳步下降，从 2014 年到 2018 年，销售费用率由 15.84% 下降到 13.71%；管理费用率由 14.40% 下降到 7.82%，管理成效显著；财务费用率已基本为零。

图 40：公司三费稳步下降



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 41：公司 2018 年三费低于行业平均水平



资料来源：wind，东莞证券研究所

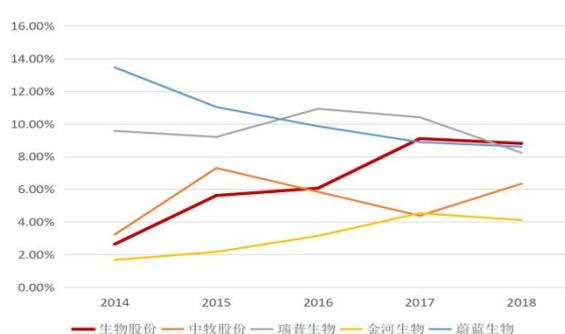
研发支出占比逐年提高至领先行业水平。公司重视研发投入，2010 年至 2018 年，公司研发支出从 0.11 亿元提升至 1.67 亿元，占营收比例从 1.64% 提升至 8.80%。根据 2018 年年报显示，公司研发支出占营收比例为 8.80%，高于国内其他 4 家主要动物保健企业，反应了公司对研发投入的重视，有利于未来为生产非洲猪瘟疫苗作准备。

图 42：公司研发支出占比逐年提高



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 43：公司研发支出领先行业



资料来源：wind，东莞证券研究所

## 5、投资建议

预计公司 2019、2020 年每股收益分别为 0.45 元和 0.58 元，对应估值分别为 39.2 倍和 30.3 倍。公司是市场苗龙头，技术领先，疫苗市占率高，疫苗种类齐全，各项财务指标领先行业。四季度至下一年生猪补栏加速，养殖场规模化为公司带来业绩爆点。公司加紧产业园建设，未来有望成为非洲猪瘟疫苗生产商，业绩可期。当前估值较为合理，首次给予公司推荐评级。

表 10：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E
营业总收入	1,901	1,897	1,325	1590
营业总成本	914	1,079	771	862
营业成本	392	522	395	411
营业税金及附加	17	22	17	21
销售费用	271	257	201	241
管理费用	241	147	138	166
财务费用	-35	-36	0	0
其他经营收益	35	50	40	40
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	35	50	40	40
营业利润	1026	889	595	769
加 营业外收入	0	1	2	2
减 营业外支出	0	1	0	0
利润总额	1025	889	596	771
减 所得税	157	140	94	121
净利润	868	750	503	650
减 少数股东损益	(2)	(5)	(2)	(2)
归母公司所有者的净利润	870	754	504	652
基本每股收益(元)	0.77	0.67	0.45	0.58
PE（倍）	22.8	26.2	39.2	30.3

资料来源：wind，东莞证券研究所

**风险提示：**非洲猪瘟疫情扩大、疫苗研发不及预期等。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn