

生物股份（600201）：平台优势明显，长期看千亿市值

2019 年 11 月 07 日

强烈推荐/首次

生物股份 深度报告

报告摘要：

公司平台能力领先，智能制造引领行业。综合动态与静态的平台能力评价，公司核心平台能力在同业中具备显著优势。我们认为，公司凭借平台能力优势，不仅能够保持现有明星产品的市场竞争力，更能在切入新产品时充分复制现有的成功经验，促进新品加速落地。公司已经凭借悬浮培养的平台技术革新引领了动物疫苗行业过去十年的发展，有望凭借智能制造的产业升级在下一个十年继续独占鳌头。

产品矩阵合理，从单品龙头到组合拳优势。公司产品矩阵布局合理，产品分布贴近月牙环形状，现金流稳定后续动能足。口蹄疫市场苗作为成熟期现金牛产品为公司提供稳定现金流；成长期的伪狂犬、布病、圆环、猪瘟市场苗和禽流感疫苗潜力足；导入期的蓝耳、圆支二联等以及尚处于更早期的水产疫苗和宠物疫苗都是公司长远发展的潜力布局。公司凭借平台能力驱动，未来将呈现研发驱动产业化加速落地的趋势。公司将逐步实现由口蹄疫市场苗单品龙头向动保综合服务提供商的组合拳优势过渡。

销售能力加持，协同效应渠道共享。对标海外龙头，硕腾的成功除了出色的产品力之外，还离不开他脱胎于辉瑞的营销基因。生物股份作为口蹄疫市场苗的行业开创者，于 2011 年率先建立市场化团队。2017 年之后公司渠道进一步下沉，逐步形成“自营-代理-分公司”的销售体系，现已基本形成包含“产品矩阵+市场营销+技术服务+检测诊断”在内的疫病防控整体解决方案。公司现有的营销团队、服务模式和渠道优势在同类产品拓展时可以实现资源共享，从而给公司后续产品的推广带来非线性的加速成长。

公司盈利预测及投资评级：基于我们对行业边际改善，公司加速成长以及非洲猪瘟疫苗落地预期不断催化的判断，我们看好公司竞争优势和发展成为千亿市值动保巨头的发展潜力。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.33、0.51 和 0.73 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 59、39 和 27 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：行业需求恢复不及预期，生猪疫病风险等。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,901.01	1,896.61	1,149.99	1,525.50	2,138.93
增长率（%）	25.31%	-0.23%	-39.37%	32.65%	40.21%
归母净利润（百万）	870.09	754.47	389.65	591.79	858.31
增长率（%）	35.07%	-13.66%	-48.40%	52.17%	45.21%
净资产收益率（%）	19.46%	15.00%	6.71%	9.38%	12.20%
每股收益（元）	1.00	0.67	0.33	0.51	0.73
PE	19.53	29.15	58.67	38.63	26.63
PB	3.93	4.54	3.94	3.63	3.25

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

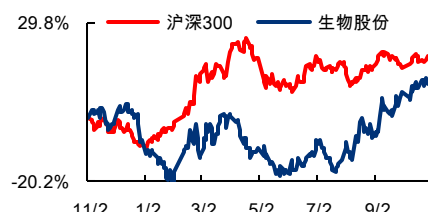
公司是动保行业龙头企业，主要从事兽用生物制品的研发、生产与销售，产品种类涵盖猪、禽、宠物和反刍类四大系列 100 余种动物疫苗。公司拥有口蹄疫和高致病性禽流感两大强制免疫疫苗农业部的定点生产资质，工艺技术和产品质量国内领先。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	20.38-17.4
总市值（亿元）	229.53
流通市值（亿元）	229.53
总股本/流通 A 股（万股）	112624/112624
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.58

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：程诗月

010-66554018

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050006

目 录

1. 公司平台能力领先，智能制造引领行业	4
2. 产品矩阵合理，从单品龙头到组合拳优势	6
2.1 产品矩阵决定内生动力	6
2.2 从单品主导到组合拳优势	7
3. 销售能力加持，协同效应渠道共享	8
4. 周期拐点已至，三重驱动推动行业成长	10
4.1 周期角度：能繁母猪存栏筑底，动保行业拐点将至	10
4.2 成长角度：三重驱动带来行业成长	12
4.2.1 养殖规模化提升带动防疫深度和密度提升	12
4.2.2 新疫苗导入带来市场“上台阶”式扩容	13
5. 高壁垒大空间，公司长期看千亿市值	14
6. 风险提示	15
相关报告汇总	17

表格目录

表 1: 静态平台打分体系评估	4
表 2: 各企业实验室平台评估	4
表 3: 各企业口蹄疫市场苗产品及销售情况	7
表 4: 口蹄疫高端市场苗效力及价格显著高于政府苗	12
表 5: 公司主营业务拆分	15

插图目录

图 1: 悬浮培养生产线 GMP 验收时间	5
图 2: 生物股份疫苗产品矩阵	7
图 3: 公司猪圆环销售量（万毫升）	8
图 4: 猪圆环病毒 2 型疫苗市场份额（2017 年按投入量）	8
图 5: 辉瑞“七化”营销模式	9
图 6: “四位一体”的综合疫病解决方案	10
图 7: 公司人均创利同业领先（万元）	10
图 8: 动物疫苗企业收入与下游能繁母猪存栏关联度高	11
图 9: 头部养殖企业母猪存栏率先企稳回升	11
图 10: 美国生猪规模化养殖	12
图 11: 中国生猪规模化养殖	12
图 12: 不同规模养殖中防疫成本占总产值的比重	13
图 13: 防疫深度、防疫密度提升与新品种导入共同推动疫苗行业规模增长	14

1. 公司平台能力领先，智能制造引领行业

我们认为，动保企业的核心的竞争力是平台优势。技术平台和工艺平台构建了企业的学习网络，铸造了企业自我学习和自我强化的能力。具备平台优势的企业能够获得从而使得产品优势在新疫苗领域得以复制，成功经验得以推广。具备了平台能力作为“核心部件”，企业得以持续打造影响市场的明星产品。而这些处于不同生命周期的明星产品构成了企业产品时钟，源源不断为企业“供血”，提供新的发展动能。

动保企业的核心平台能力可以从静态和动态两个维度来进行评估，依据我们构建的静态平台打分体系，生物股份静态平台能力行业领先，特别是在前端实验室平台、后端生产工艺以及在研项目储备方面具备优势。

表 1：静态平台打分体系评估

公司名称	实验室平台 (30%)	专利数打分-全病 毒 (20%)	专利数打分-基因 工程 (20%)	新兽药批文与在研 合计 (20%)	研发投入 (10%)	汇总
普莱柯	4	4.33	3.89	5	4.5	4.29
生物股份	5	3.00	3.33	3	1.5	3.52
中牧股份	3	2.67	3.22	4	2.0	3.08
瑞普生物	3	3.83	3.78	2	2.5	3.07
海利生物	1	1.33	1.56	1	4.5	1.53

资料来源：国家兽药基础数据库，国家知识产权局，公司公告，东兴证券研究所

相比海外动保龙头企业，我国企业的自主研发能力还有很大的差距，重大疾病新药研发还集中在国家兽医药科研院所以及大学下属科研机构。对标海外动保龙头的发展历程和现状，未来动保企业一定是由工艺驱动向研发与工艺双轮驱动的综合产业化优势发展，而实验室平台是企业未来能够实现自主研发的重要硬件基础。

生物股份在实验室平台方面优势明显，公司具备国家高级别生物安全实验室、兽用疫苗国家工程实验室和农业部反刍生物制品重点实验室三个国家级实验室，其中高级别生物安全实验室获取难度最高（高等级生物安全实验室与高致病性禽流感、口蹄疫疫苗生产企业要求的 P3 生产及检验改造不同，认证难度更高，并且具备动毒能力，而生产及检验 P3 改造是专病专用，如需动毒需要另外申请）。目前实验室已通过 CNAS 验收，公司在很长一段时间内将是动保企业中唯一具备国家高级别生物安全 P3 实验室的企业。

表 2：各企业实验室平台评估

实验室平台	生物股份	普莱柯	瑞普生物	中牧股份	海利生物
国家高级别生物安全实验室-P3、P4	√	○	○	○	○
兽用疫苗国家工程实验室	√				
国家工程技术研究中心		√			
国家认定企业技术中心	√	√	√	√	
国家地方联合工程实验室		√	√		
农业部重点实验室（企业）	√		√	√	

CNAS 认证检测中心	√	√	√	√	
地方级实验室	√	√	√	√	√

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

从动态的角度纵观我国动物疫苗发展历程，每个阶段性的跨越是由引领时代的平台能力革新所带领的。2009-2019 由悬浮培养的细胞和发酵技术平台革新所推动的。生物股份在 2009 年上线国内首条悬浮培养口蹄疫疫苗生产线，标志着国内运用生物反应器培养细胞大规模生产兽用疫苗时代的开始，其他企业作为行业的跟随者，悬浮培养生产线陆续上线。而公司正是凭借引领时代的平台优势，一举成长为国内兽用疫苗的行业龙头。

图 1：悬浮培养生产线 GMP 验收时间



资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

我们认为，未来十年引领动物疫苗行业的平台革新是智能制造。如果说悬浮培养是对世界先进技术的追随，那智能制造则是全球领先的划时代变革。智能制造包括使用机器人制造的智能生产线，高等级生物安全级别的智能车间以及采用数字化智能控制中心的智能控制系统。

生物股份已经率先投资兴建金宇国际生物科技产业园，项目获得工信部《2018 年智能制造综合标准化与新模式应用》的专项资金支持，建成后将是全球规模最大的动物疫苗智能化制造生产基地。产业园规划 670 亩，一期投资 25 亿元。园区包括灭活疫苗、活疫苗、诊断试剂 3 大类产品、4 个智能车间、9 条智能生产线，将疫苗生产工艺参数、质量标准、操作规程（SOP）和数字化生产线与西门子工业 4.0 控制技术深度融合，智能检测生产全过程，实现了疫苗制造全生命周期在最优工艺参数下完成。智能制造能够给公司带来的优势有以下几个方面：

- ◆ **产品力提升：**智能制造采用全流程智能控制，保证了疫苗产品抗原的稳定性，产品制造标准满足世界卫生组织（OIE）、世界粮农组织（FAO）和中国 GMP 要求。一方面有助于保持公司现有拳头产品的竞争优势，另一方面有助于落地新品产品力持续领先行业。
- ◆ **单批量产能提升：**智能制造进一步提升了单批量产能，进一步提升公司满足未来大规模养殖企业对单批次产品短供应和急供应的能力。

- ◆ **降低生产成本**：智能制造能够显著减少人工操作，一方面节约人力成本；另一方面智能精准操作减少了人工操作的过量实施，显著降低了能源消耗。

生物股份已经凭借悬浮培养的平台技术革新引领了动物疫苗行业过去十年的发展，有望凭借智能制造的产业升级在下一个十年继续独占鳌头。因此，综合动态与静态的平台能力评价，生物股份的核心平台能力在同业中具备显著优势。

而平台能力就像是组成疫苗产品不可或缺的一个个零件，有机结合在一起“组装”出企业的明星产品。平台不仅仅是硬件的实验室、设备和生产线，更是企业综合的软实力。综合平台背后是企业自我学习、自我强化的能力。我们认为，公司凭借平台能力优势，不仅能够保持现有明星产品的市场竞争力，更能在切入新产品时充分复制现有的成功经验，促进新品加速落地。

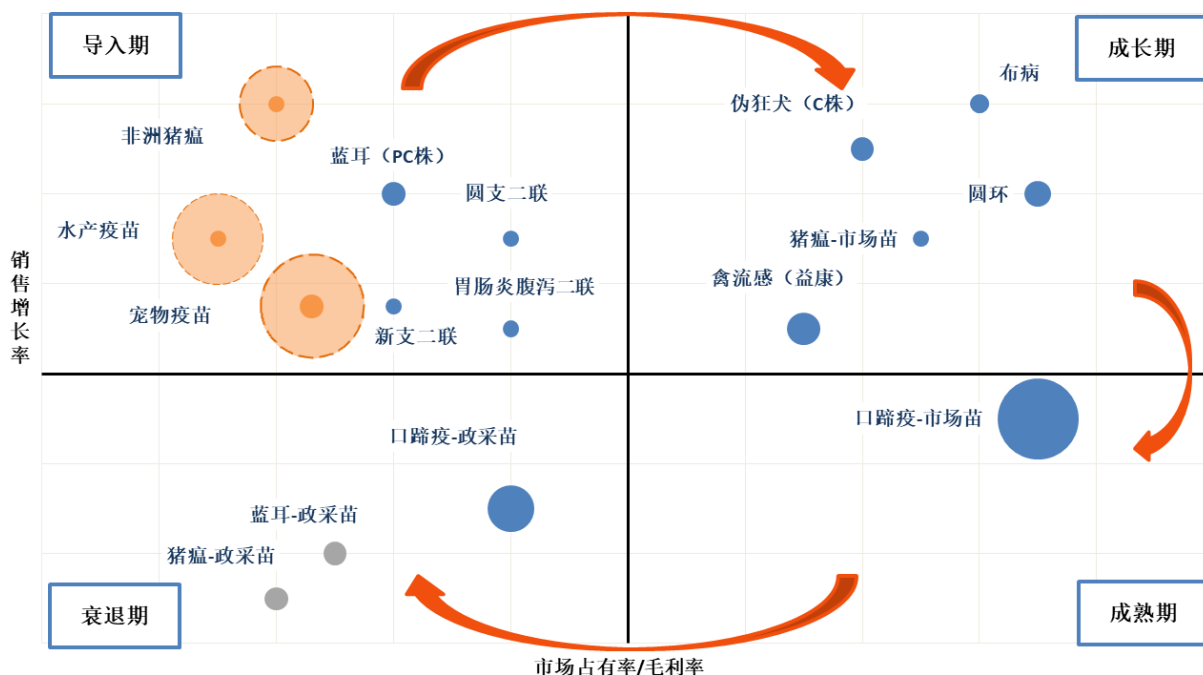
2. 产品矩阵合理，从单品龙头到组合拳优势

2.1 产品矩阵决定内生动力

动物疫苗产品生命周期会经历导入期-成长期-成熟期-衰退期四个阶段，不同的疫苗产品依据其发展时间和阶段的不同，分布在生命周期四象限图的不同位置。对应到各个企业来说，产品矩阵的分布决定了企业的综合竞争实力、抵御风险能力和后续发展潜力。最好的产品矩阵分布形态应该是月牙环形状，位于成长期和成熟期的产品最多，销量较高，成熟期现金牛产品为企业提供稳定现金流，成长期明星产品提供后续发展动能。好的产品矩阵可以自我循环不断造血，为企业发展提供持续动力。

生物股份的明星产品是口蹄疫市场苗，作为成熟期现金牛产品为公司提供稳定现金流；成长期的伪狂犬、布病、圆环、猪瘟市场苗和禽流感疫苗有发展成为现金牛产品的潜力，其中圆环作为弯道超车的典型代表，进入市场3年即做到1个亿以上营收，充分体现了公司的平台实力在进入新市场的优势；导入期的蓝耳、圆支二联等以及尚处于更早期的水产疫苗和宠物疫苗都是公司长远发展的潜力布局。总体来看生物股份产品矩阵布局合理，产品分布贴近月牙环形状，现金流稳定后续动能足。

图 2：生物股份疫苗产品矩阵



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 从单品主导到组合拳优势

口蹄疫市场苗绝对龙头。公司在口蹄疫市场苗这个市场化的产品领域已经充分证明过自身的產品力，公司口蹄疫疫苗凭借行业领先的抗原含量和稳定效力获得了市场的广泛认可，产品市占率持续上升并维持在 60% 以上。公司产品的成功也侧面证明了下游养殖户相比纯粹的低价产品，更倾向于选择“优质优价”的产品，“劣币”无法驱逐“良币”，只有优质产品力才是占领市场的有效手段。

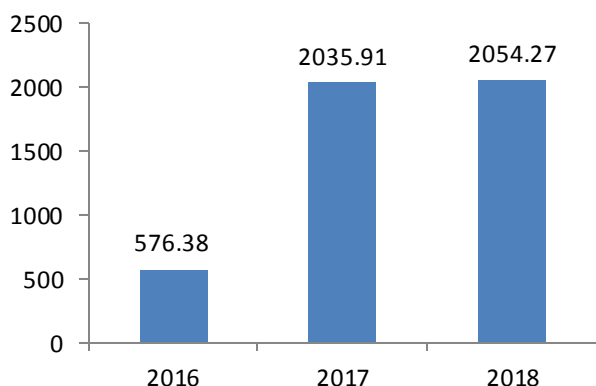
表 3：各企业口蹄疫市场苗产品及销售情况

口蹄疫市场苗竞争格局分析	生物股份	中牧股份	天康生物	海利生物
抗原含量	25-30ug/头份	18-30ug/头份	15-25ug/头份	15-25ug/头份
纯化工艺	杂蛋白去除率 99%， 内毒素≤1EU	总蛋白 400-600ug/头份， 内毒素小于 5EU	总蛋白 600-1000ug/头 份，内毒素小于 5EU	总蛋白 600-800ug/头份， 内毒素介于 5-10EU
批间差	稳定均一	17 年下半年有所改善	18 年下半年有所改善	产品批间差较大
客户结构	全面覆盖	个别集团客户， 以中小型客户为主	部分自用，其他均为中小 型客户	政采苗为主
市场口碑	好	较好	一般	一般

资料来源：公司调研，东兴证券研究所

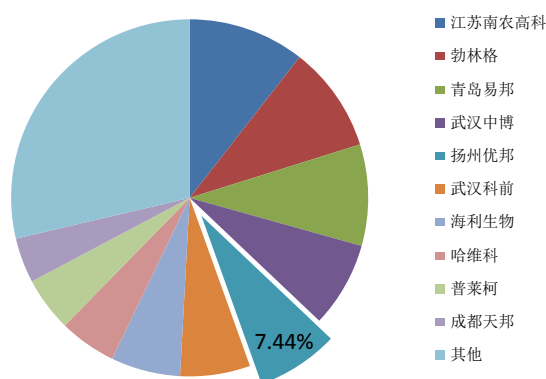
圆环疫苗弯道超车。公司圆环疫苗是弯道超车的典型代表。国内的圆环免疫时代是由勃林格殷格翰在 2010 年开启的，并在初期占据了绝对优势地位。随后国内企业开始加大对圆环疫苗的研发投入，产品陆续上市，质量不断提升，开始冲击勃林格的市场份额。公司猪圆环病毒 2 型疫苗产品 2014 年取得新兽药证书，2015 年 9 月取得生产文号，2016 年 3 月正式投入市场，当年即销售 576.38 万毫升，2017 年进一步打开市场，销量迅速增长至 2035.91 万毫升，按投入量市占率达到 7.44%。公司不是圆环疫苗市场的先行者，但是凭借出色的产品力和渠道优势，在短短 3 年时间就将圆环疫苗的销售额拓展到 1 亿元以上，充分印证了公司成长期产品的发展潜力。

图 3：公司猪圆环销售量（万毫升）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：猪圆环病毒 2 型疫苗市场份额（2017 年按投入量）



资料来源：中国动物保健，东兴证券研究所

宠物产品领先布局。公司前瞻性布局宠物、毛皮动物和水产动保产品的研究开发，通过收购辽宁益康补充了狂犬灭活疫苗产品，未来将对其进一步工艺升级。此外公司合作研发犬三联活疫苗、猫四联灭活疫苗、水貂肠炎灭活疫苗等产品，并与国际知名企业日本共立制药共同出资成立金宇共立动物保健有限公司，共同研发、开拓国内外宠物产品市场。共立制药是日本最大的宠物药品生产企业，合资公司将充分利用共立制药的产品优势和公司的产业化优势，推进公司宠物产品业务加速推进。我国宠物市场规模超过 2000 亿元，宠物疫苗潜在市场超过 100 亿元，目前市场大部分被进口产品占据，未来将呈现进口替代趋势。公司有望在宠物版块再一次享受先发优势。

公司凭借平台能力驱动，未来将呈现研发驱动产业化加速落地的趋势。公司将逐步实现由口蹄疫市场苗单品龙头向动保综合服务提供商的组合拳优势过渡。

3. 销售能力加持，协同效应渠道共享

销售团队是公司产品走向市场的重要推手，对标海外龙头，硕腾的成功除了出色的产品力之外，还离不开他脱胎于辉瑞的营销基因。辉瑞的“七化”营销模式开创了制药行业的营销先河，硕腾的营销团队也延续了辉瑞的优势，销售能力引领行业。“七化”模式的具体内容如下：

- ◆ **优先化：**辉瑞在产品研发阶段即考虑市场和营销，营销布局优先化，具备前瞻性。

- ◆ **规模化**：辉瑞拥有业界最大、最富有成效的团队。硕腾也延续了这种规模，截止 2018 年底，硕腾共有 3100 名销售人员，遍及全球 100 多个国家。
- ◆ **专业化**：辉瑞的销售人员很多具备医学背景，并需要接受销售培训。硕腾的销售团队包括销售代表和技术、兽医专家，为客户提供疾病管理和畜群管理的专业咨询和服务。
- ◆ **深度化**：销售人员深度拜访客户，及时了解客户需求，进而分析改进公司产品和服务。
- ◆ **分层化**：合理分配销售人员层级，提升管理和服务效率，避免重复营销，避免低效浪费。
- ◆ **信息化**：采用 CRAM（中心研究协助营销计划）追踪处方，信息化手段和针对性提升营销效率。
- ◆ **自律化**：坚守道德观念，营销人员自律打造良好品牌形象。

图 5：辉瑞“七化”营销模式



资料来源：《辉瑞：为世界健康护航》，东兴证券研究所

生物股份作为口蹄疫市场苗的行业开创者，于 2011 年率先建立市场化团队，引入大客户直销模式，通过加强技术推广和服务营销，获得了市场的广泛认可。2017 年之后，随着招采制度的变化，“先打后补”政策推行，公司渠道进一步下沉，逐步形成“自营-代理-分公司”的销售体系，开始提供全方位差异化深度技术服务，现已基本形成包含“产品矩阵+市场营销+技术服务+检测诊断”在内的疫病防控整体解决方案。

- ◆ **产品矩阵**：拥有猪、禽、反刍类及宠物等四大系列 100 多个疫苗产品和 30 多个诊断试剂
- ◆ **市场营销**：市场化销售模式开创者，大客户直销+渠道下沉，产品覆盖面广
- ◆ **技术服务**：提供现场服务、病料分离、病理诊断、抗体监测、兽医培训等全方位服务

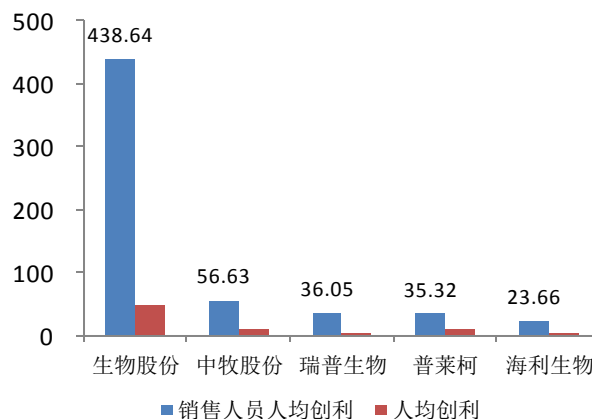
- ◆ **检测诊断**：根据流行病学和区域特征进行差异；为客户建立大数据健康档案，对检测结果进行综合分析

图 6：“四位一体”的综合疫病解决方案



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：公司人均创利同业领先（万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司现有的营销团队、服务模式和渠道优势在同类产品拓展时可以实现资源共享，从而给公司后续产品的推广带来非线性的加速成长。例如公司圆环疫苗能够在竞争对手众多的背景下迅速切入市场，销售规模迅速扩大的原因，除了自身产品力之外，口蹄疫疫苗搭建起来的渠道优势和客户资源也是重要助力。

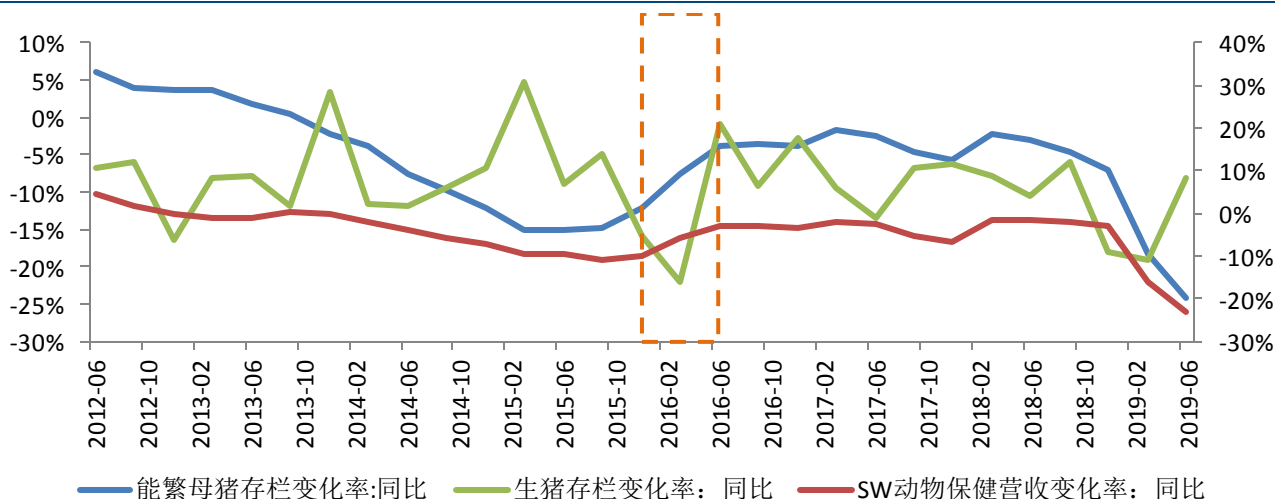
研发与产业化共同打造了公司领先行业的平台能力，平台优势不断复制推动产品矩阵为企业持续供血，营销优势和综合服务体系增加了客户黏性，推动了公司业务像“滚雪球”般加速成长。在此合力作用下，公司将持续保持核心竞争优势，持续引领行业发展。

4. 周期拐点已至，三重驱动推动行业成长

4.1 周期角度：能繁母猪存栏筑底，动保行业拐点将至

动物疫苗企业销售与下游养殖周期相关性较强，目前我国生猪疫苗产品占比最高，因此动保企业收入及业绩与生猪存栏特别是能繁母猪存栏有较强的相关性。通过复盘上一轮周期拐点期能繁母猪存栏变化率和上市企业的季度收入变动，我们发现，在能繁母猪存栏同比降幅收窄的同步或者滞后一个季度，疫苗销售开始放量，企业收入开始体现明显兑现增长，而公司业绩也将同步迎来边际改善。

图 8: 动物疫苗企业收入与下游能繁母猪存栏关联度高

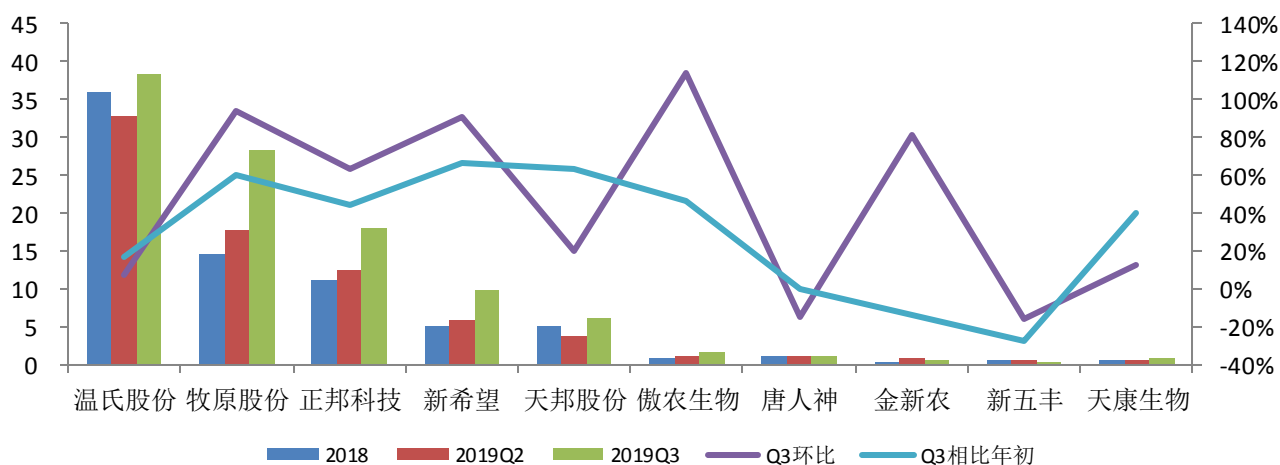


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

受非洲猪瘟疫情影响, 行业性产能去化持续, 能繁母猪存栏持续下滑, 产能去化超过 40%。然而 2019 年 9 月存栏数据显示, 能繁母猪存栏降幅已经明显收窄, 说明北方老疫区复产及三元留种带来的产能恢复作用已经逐步显现, 能繁母猪有望先于生猪存栏筑底带来疫苗需求的边际改善。

大型养殖场, 特别是生猪养殖上市公司防疫规范, 防疫费用不论是绝对值还是成本占比都显著高于行业均值。就上市公司三季报披露情况, 头部企业生产性生物资产已经企稳回升。作为动物疫苗企业大客户的规模养殖企业母猪存栏回升也将显著带动疫苗企业收入和业绩持续改善。

图 9: 头部养殖企业母猪存栏率先企稳回升



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

综合来看，与能繁母猪存栏改善同步或滞后一个季度，疫苗企业需求和收入开始明显改善。目前规模养殖企业能繁母猪存栏已经率先企稳回升，全行业在三元留种和鼓励复产政策频出的情况下，能繁母猪存栏筑底回升拐点即将到来，疫苗行业业绩边际改善拐点将至。

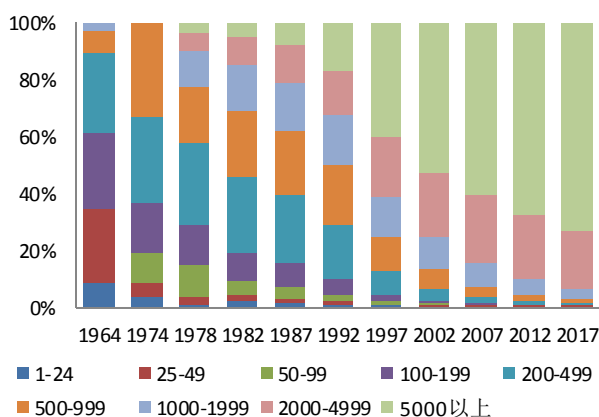
4.2 成长角度：三重驱动带来行业成长

除了跟随下游养殖周期波动之外，动物疫苗行业具备长期成长性。其成长性主要体现在养殖规模化提升带来的防疫密度的提升和市场苗替代招采苗带来的防疫深度的提升，以及新疫病新疫苗导入带来市场“上台阶”式扩容。

4.2.1 养殖规模化提升带动防疫深度和密度提升

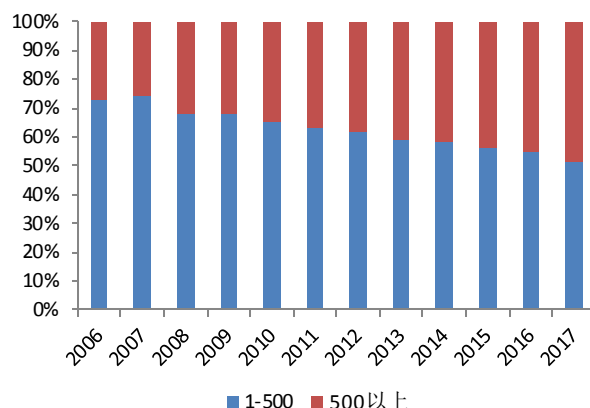
养殖规模化程度不断提升是拉动防疫深度不断提升，从而带动疫苗市场持续“爬坡”的主要动力。防疫密度是指单位防疫产品用量，养殖规模越大，防疫越规范，疫苗免疫比例越高，同时表现出倾向使用市场苗的趋势。我国目前规模化养殖程度相比现代化畜牧业较为发达的美国还有很大差异，特别是生猪养殖的规模化程度还有很大的提升空间。截止 2017 年，美国生猪养殖年出栏 500 头以上的规模化养殖占比 98.43%，而我国仅为 49%，相差足足一倍，提升空间巨大。我国生猪养殖未来一定会向持续规模化的方向发展，特别是经过非洲猪瘟这一场硬仗，无法满足防疫要求的中小养殖户进一步退出市场，规模养殖群体得到更多的政策和资金支持，进一步壮大自己，实现市占率的提升，经此一疫，生猪养殖的规模化程度将进一步提升。

图 10: 美国生猪规模化养殖



资料来源：USDA，东兴证券研究所

图 11: 中国生猪规模化养殖



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

防疫深度是指单位防疫价格，大规模养殖主体倾向于选择优质市场苗来进行防疫，而市场苗的价格数倍于政采苗，市场苗逐步替代政采苗带来的是单位防疫价格的显著提升，产品替代“消费升级”带来防疫深度的不断加深。政采苗面临着白热化的竞争，并且采购的是相对传统的疫苗品种，因此在抗原含量、免疫效果方面不如市场苗。市场调研情况显示，因为担心抗原的免疫效力，政府苗使用免疫剂量显著高于高端市场苗。

表 4: 口蹄疫高端市场苗效力及价格显著高于政府苗

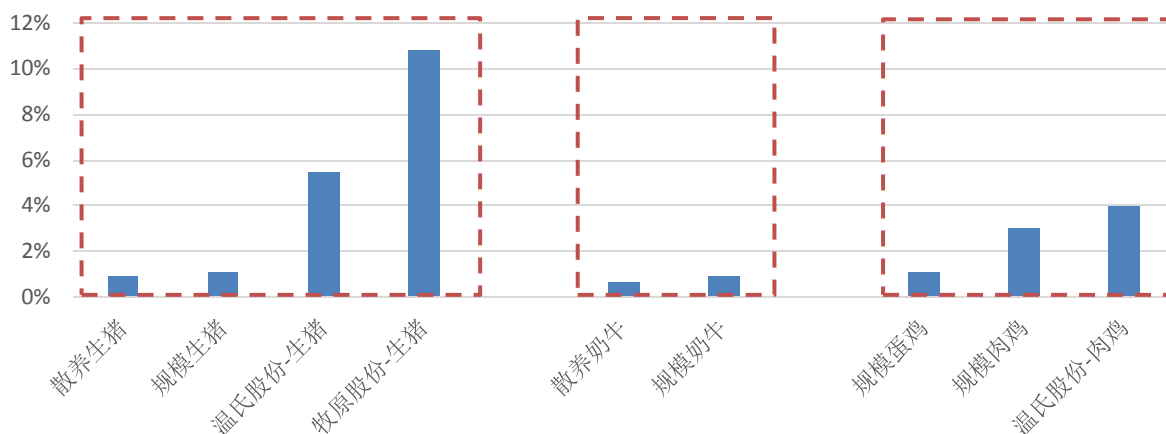
口蹄疫疫苗种类	母猪免疫剂量（毫升/次）	仔猪免疫剂量（毫升/次）	单价（元/毫升）
---------	--------------	--------------	----------

高端二价苗	3	3	6
缅甸 98 株	3	3	3.5
合成肽	3	3	2
单价苗	6	5	1.2
普通二价苗	5	4	0.5
政府苗	6	6	0.5-1.0

资料来源：《中国生猪口蹄疫疫苗市场情况调研》，东兴证券研究所

综合来看，规模化养殖程度越高，防疫深度越深，密度越高，防疫费用投入的绝对值和相对比重都越高。我国肉鸡养殖行业规模化程度已经较高，因此可以看到行业规模肉鸡防疫成本已经接近龙头企业水平。相比之下，生猪养殖较为分散，行业集中度提升还有很大空间。目前生猪养殖行业性防疫成本占比仅为 1% 左右，而龙头养殖企业温氏股份和牧原股份防疫成本占比在 5%-10%，显著高于行业平均水平。因此随着规模化养殖进程不断推进，特别是生猪规模化养殖程度不断提升，养殖的防疫深度和防疫密度都将不断提升，带动疫苗行业规模不断“爬坡”。

图 12：不同规模养殖中防疫成本占总产值的比重

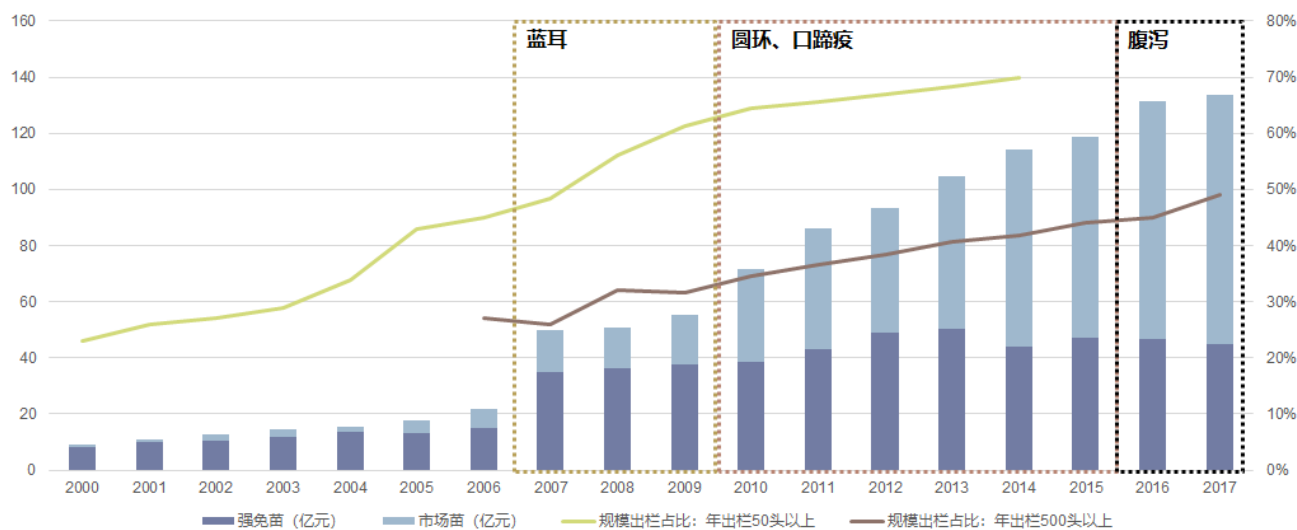


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

4.2.2 新疫苗导入带来市场“上台阶”式扩容

养殖规模化程度提升带动疫苗行业长期增长，而新疫苗新品种的导入带来了市场“上台阶”式的阶段性扩容。2007 年蓝耳疫苗加入强免疫范畴，市场直接扩容近 10 亿元；2010 年首个圆环疫苗在我国注册上市，口蹄疫市场苗，2015 年多家企业猪腹泻疫苗集中上市，疫苗市场规模均迎来扩容。对标蓝耳，非洲猪瘟疫苗一旦实现商用落地，必将又一次推动疫苗市场规模整体扩容。

图 13：防疫深度、防疫密度提升与新品种导入共同推动疫苗行业规模增长



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

5. 高壁垒大空间，公司长期看千亿市值

此前我们已经在行业报告中对动保行业的动态空间和合理估值做了探讨，此处再次简要陈述我们的核心观点：

对于估值：我们认为动物保健行业具备生物制药行业的属性，其估值水平应该以人药行业为基准。同时动保行业相比人药还具备研发周期短，研发成本低、生命周期长和支付方式直接这四大优势，因此我们认为动保行业理应享受类人药行业的高估值，特别是我国动保龙头理应享受 40X 左右的市场估值。

对于空间：追本溯源，动保行业相当畜牧及宠物产值保险，我们给予 5%左右的保费中性假设，目前我国经济动物和宠物产值合计超过 3 万亿，对应动态动保市场空间 1500 亿元，仅考虑生猪和禽，动态空间 700 亿元。千亿级市场能够孕育出千亿市值的龙头企业。我们认为，生物股份平台能力领先，具备成长为千亿级市值企业的发展潜力。

我们依据下游养殖行业发展趋势、行业竞争格局以及公司未来 3 年的发展布局对公司主营业务进行了拆分，我们预计生猪养殖行业到 2021 年基本恢复至非洲猪瘟疫情前的水平，口蹄疫疫苗竞争格局基本稳定，公司猪用疫苗圆环、猪瘟、伪狂等新型疫苗、多联多价产品陆续上市；禽养殖量有所增长，公司禽苗业务持续推进；水产疫苗和宠物疫苗开始贡献收入。

表 5: 公司主营业务拆分

	2018	2019E	2020E	2021E
口蹄疫疫苗				
收入	1480	832	1081.6	1486.16
成本	329.00	224.64	259.58	297.23
毛利	1151.00	607.36	822.02	1188.93
毛利率	77.77%	73.00%	76.00%	80.00%
圆环疫苗				
收入	133.00	66.50	93.10	139.65
成本	27.93	16.63	20.48	27.93
毛利	105.07	49.88	72.62	111.72
毛利率	79.00%	75.00%	78.00%	80.00%
禽苗				
收入	160	208	281	393
成本	88.00	104.00	126.36	176.90
毛利	72.00	104.00	154.44	216.22
毛利率	45.00%	50.00%	55.00%	55.00%
其他疫苗				
收入	72.49	43.49	70.00	120.00
成本	41.82	28.27	40.60	66.00
毛利	30.67	15.22	29.40	54.00
毛利率	42.31%	35.00%	42.00%	45.00%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

基于以上假设, 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.90、5.92 和 8.58 亿元, 对应 EPS 分别为 0.33、0.51 和 0.73 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 59、39 和 27 倍。

如果考虑非洲猪瘟疫苗的后续落地, 假设初期以招采的形式投入市场。按照 3 元/头份, 一年免疫 2.5 次, 7 亿头商品猪来计算, 非洲猪瘟市场空间 50 亿元左右。假设公司初期占据 20% 的市场份额, 非瘟疫苗净利 30-40%, 则非瘟疫苗落地能够给公司带来 10 亿元的销售收入和 3-4 亿元的净利增厚。而未来非洲猪瘟疫苗一定会最终以市场苗的方式的存在, 由于市场苗价格一般数倍于招采, 市场空间将翻倍扩大。公司已经在口蹄疫市场苗领域充分证明过自己, 我们有理由相信在非瘟疫苗领域, 公司也能够继续发挥自身平台优势, 保持产品优势地位, 占据可观的市场份额。

基于我们对行业边际改善, 公司加速成长以及非洲猪瘟疫苗落地预期不断催化的判断, 我们看好公司竞争优势和发展成为千亿市值动保巨头的发展潜力, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

行业需求恢复不及预期, 生猪疫病风险等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位: 百万元		利润表				单位: 百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	4119	3713	4381	5021	5925	营业收入	1901	1897	1150	1526	2139
货币资金	2452	1728	3455	3724	4038	营业成本	392	522	374	447	568
应收账款	466	767	373	556	737	营业税金及附加	17	22	11	15	21
其他应收款	112	51	31	41	58	营业费用	271	257	167	206	278
预付款项	4	7	5	5	4	管理费用	241	147	103	134	182
存货	231	313	222	267	338	财务费用	-35	-36	-26	-36	-39
其他流动资产	811	811	290	420	740	研发费用	0	107	80	122	193
非流动资产合计	1565	2601	2286	2188	2080	资产减值损失	27.07	60.02	34.03	40.37	44.81
长期股权投资	204	209	209	209	209	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	399	758	889	957	964	投资净收益	35.27	50.14	50.00	100.00	120.00
无形资产	270	365	344	323	304	加: 其他收益	4.11	21.62	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	157	75	0	0	0	营业利润	1026	889	455	696	1010
资产总计	5684	6313	6667	7208	8005	营业外收入	0.23	0.90	3.37	1.50	1.92
流动负债合计	1061	942	537	579	649	营业外支出	0.38	0.84	0.99	0.74	0.85
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1025	889	458	697	1011
应付账款	244	324	229	274	349	所得税	157	140	71	108	157
预收款项	79	73	71	68	64	净利润	868	750	387	589	855
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	少数股东损益	-2	-5	-3	-3	-4
非流动负债合计	144	149	139	139	139	归属母公司净利润	870	754	390	592	858
长期借款	3	3	3	3	3	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1206	1091	676	717	788	成长能力					
少数股东权益	7	191	188	185	181	营业收入增长	25.31%	-0.23%	-39.37%	32.65%	40.21%
实收资本 (或股本)	899	1171	1171	1171	1171	营业利润增长	32.79%	-13.29%	-48.79%	52.79%	45.21%
资本公积	1559	1310	1310	1310	1310	归属于母公司净利	34.99%	-13.29%	-48.35%	51.88%	45.04%
未分配利润	2227	2635	2946	3390	4034	获利能力					
归属母公司股东权益	4471	5031	5803	6306	7036	毛利率 (%)	79.37%	72.50%	67.52%	70.70%	73.44%
负债和所有者权益	5684	6313	6667	7208	8005	净利率 (%)	45.67%	39.52%	33.64%	38.58%	39.96%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	15.31%	11.95%	5.84%	8.21%	10.72%
						ROE (%)	19.46%	15.00%	6.71%	9.38%	12.20%
经营活动现金流	891	422	1057	269	336	偿债能力					
净利润	868	750	387	589	855	资产负债率 (%)	21%	17%	10%	10%	10%
折旧摊销	64.72	97.20	91.48	105.08	114.62	流动比率	3.88	3.94	8.15	8.68	9.12
财务费用	-35	-36	-26	-36	-39	速动比率	3.66	3.61	7.74	8.22	8.60
应收账款减少	-202	-301	393	-183	-181	营运能力					
预收帐款增加	3	-7	-1	-4	-4	总资产周转率	0.38	0.32	0.18	0.22	0.28
投资活动现金流	-2099	-125	263	53	68	应收账款周转率	5	3	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.65	6.67	4.16	6.06	6.87
长期投资减少	0	0	41	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	35	50	50	100	120	每股收益 (最新摊	1.00	0.67	0.33	0.51	0.73
筹资活动现金流	191	-666	407	-53	-90	每股净现金流 (最新	-1.13	-0.32	1.48	0.23	0.27
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.97	4.30	4.96	5.39	6.01
长期借款增加	3	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	286	271	0	0	0	P/E	19.53	29.15	58.67	38.63	26.63
资本公积增加	314	-249	0	0	0	P/B	3.93	4.54	3.94	3.63	3.25
现金净增加额	-1017	-369	1727	268	315	EV/EBITDA	14.35	22.26	37.31	25.07	17.37

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	【东兴农业】动保行业深度报告：动保空间超千亿，平台型企业潜力足	2019-11-07
行业	【东兴农业】“不一样的财报解读”系列之农林牧渔行业：独领风骚的养殖产业链	2019-11-04

资料来源：东兴证券研究所

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。