

2020年3月26日

**成大生物 (831550): 国内狂犬疫苗领先企业**
**推荐(首次)**
**医药生物**
**当前股价: 42.77 元**
**主要财务指标 (单位: 百万元)**

	2018A	2018E	2020E	2021E
营业收入	1,391	1,678	1,901	2,231
(+/-)	9.0%	20.7%	13.3%	17.4%
营业利润	727	862	977	1,147
(+/-)	7.4%	18.7%	13.2%	17.5%
归属母公	613	728	825	969
司净利润				
(+/-)	10.3%	18.8%	13.3%	17.5%
EPS (元)	1.64	1.94	2.20	2.59
市盈率	26.2	22.0	19.4	16.5

**公司基本情况 (最新)**

总股本/已流通股 (万股)	37480/ 36496
流通市值 (亿元)	156
每股净资产 (元)	8.94
资产负债率 (%)	7.68

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

联系人: 陈成

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>
**投资要点:**

● **狂犬疫苗领先企业。**成大生物成立于 2002 年, 2014 年挂牌全国中小企业股份转让系统。公司主营人用疫苗的生产、研发与销售, 主要产品为人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞) 与乙脑灭活疫苗 (Vero 细胞)。2019Q3 公司实现营业收入 12.81 亿元, 归母净利润 6.16 亿元; 公司产品的销售毛利率为 85.75%, 净利率与 ROE 水平在 48.12% 和 18.40%, 盈利能力较强; 总资产为 36.28 亿元, 资产负债率为 7.68%。

● **狂犬疫苗市场竞争格局良好, 公司优势明显。**近年来, 我国狂犬病疫苗批签发量在 6000-8000 万支, 共有鸡胚细胞、地鼠肾细胞、Vero 细胞和人二倍体细胞四种, 2019 年 Vero 细胞狂犬病疫苗批签发占比达到 90%, 为使用量最大的品种。公司的狂犬病疫苗 (Vero 细胞) 有冻干和水针两种剂型, 采用 Zagerb 2-1-1 注射法, 仅需三次、21 天完成接种, 在保证免疫效果的同时又方便患者。目前国内市场上共有九家企业生产狂犬病疫苗, 公司产品凭借卓越的品质和强大的营销, 多年来持续保持着销量第一的市场地位, 竞争格局良好。

● **乙脑灭活疫苗有望实现升级替代, 在研产品丰富。**近年来我国乙脑减毒活疫苗的批签发量在 4000 万支左右, 公司的乙脑灭活疫苗更加稳定安全, 是减毒活疫苗的升级换代产品, 也是国内唯一在售的乙脑灭活疫苗。乙脑疫苗市场基本保持平稳, 公司产品有望在未来进一步替代减毒活疫苗, 获得更高的市场份额。公司自主研发项目有序推进, 双价肾综合征出血热疫苗 (Vero 细胞) 处于 NDA 申报阶段, 有望于今年获批。A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、冻干人用狂犬病疫苗 (人二倍体细胞) 等产品均处于临床研究阶

段。

- **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 7.28 亿元、8.25 亿元、9.69 亿元，对应 EPS 分别为 1.94 元、2.20 元、2.59 元，当前股价对应 PE 分别为 22.0/19.4/16.5 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**产品质量安全性风险；行业政策事件风险；市场竞争风险。

## 目录

一、公司介绍 .....	5
1.1 公司概况 .....	5
1.2.公司主营构成 .....	5
二、公司财务状况分析 .....	6
三、公司所处行业及产品分析 .....	7
3.1 我国疫苗行业持续规范发展 .....	7
3.2 狂犬疫苗市场竞争格局良好 .....	8
3.3 乙脑灭活疫苗有望实现升级替代 .....	10
3.4 公司在研产品丰富 .....	11
四、盈利预测与投资评级 .....	11
五、风险提示 .....	11

## 图表目录

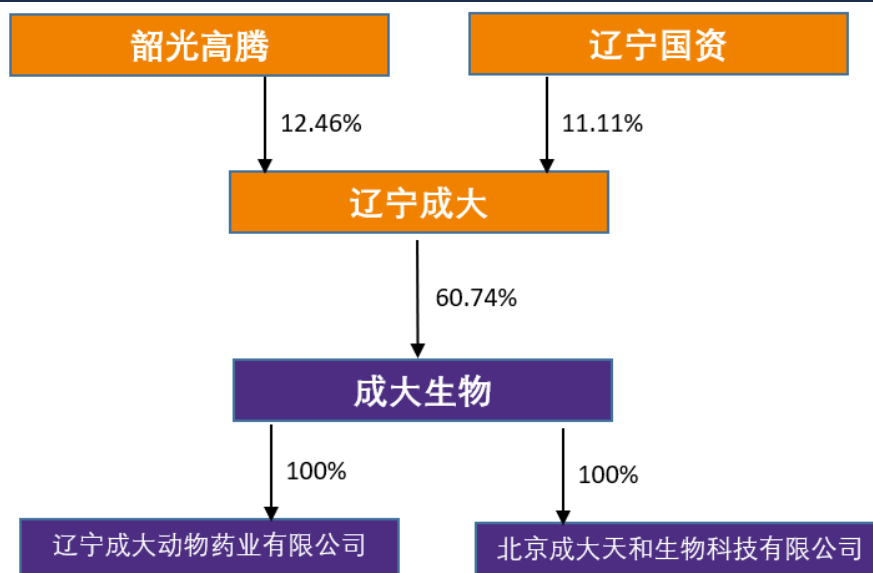
图表 1：公司股权结构 .....	5
图表 2：近五年公司营业收入构成情况.....	6
图表 3：近五年公司营业收入和归母净利润增长情况.....	6
图表 4：近五年公司盈利能力分析.....	7
图表 5：近五年公司负债情况.....	7
图表 6：我国狂犬疫苗批签发量（万支） .....	8
图表 7：2019 年我国批签发狂犬疫苗品种.....	9
图表 8：2019 国内狂犬病疫苗批签发情况及生产厂家.....	9
图表 9：近年乙脑疫苗批签发量（万支/瓶） .....	10
图表 10：公司在研产品 .....	11

## 一、公司介绍

### 1.1 公司概况

辽宁成大生物股份有限公司（成大生物，831550.0C）成立于 2002 年，于 2014 年挂牌全国中小企业股份转让系统。公司主营人用疫苗的生产、研发与销售，主要产品为人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）与乙脑灭活疫苗（Vero 细胞）。辽宁成大股份有限公司（辽宁成大，600739）持有公司 60.74% 股份，为公司的控股股东，公司实际控制人为辽宁省国资委。

图表 1：公司股权结构

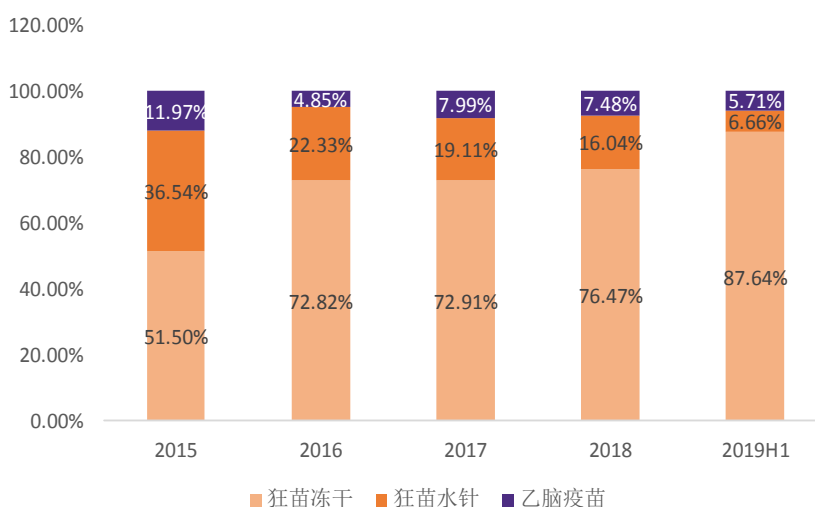


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 1.2. 公司主营构成

公司主营产品为人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）与乙脑灭活疫苗（Vero 细胞），其中狂犬疫苗具有水针和冻干两种剂型。冻干型狂犬病疫苗营收占比逐年提升，水针型狂犬病疫苗营收占比逐年降低。2019 上半年，公司狂苗冻干、狂苗水针和乙脑疫苗营收占比分别为 87.64%、6.66%和 5.71%。

图表 2：近五年公司营业收入构成情况

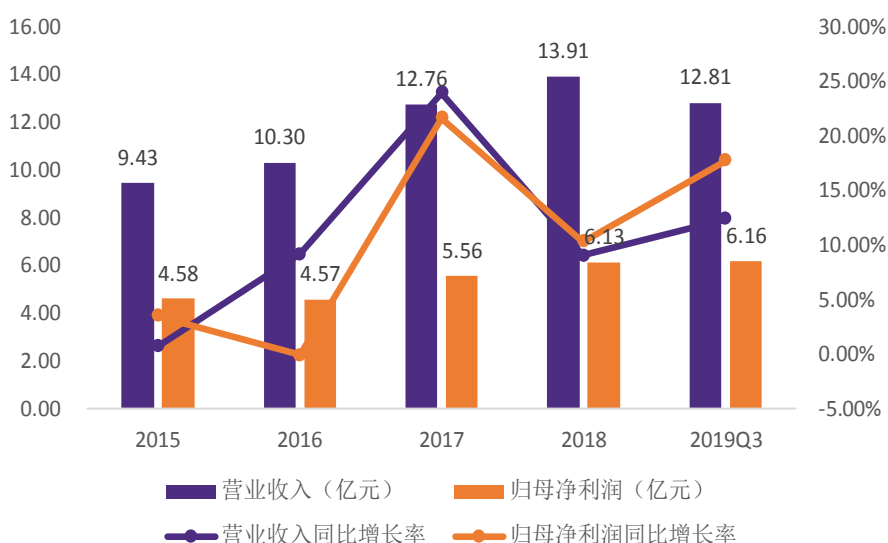


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 二、公司财务状况分析

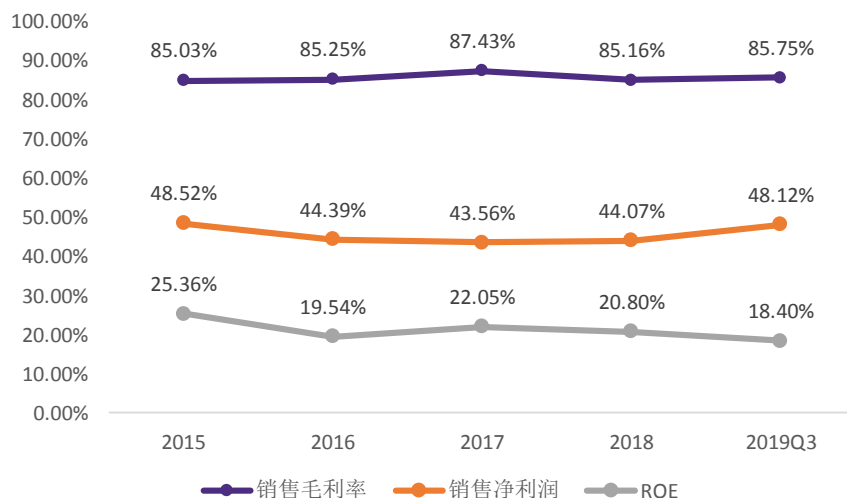
2015-2018 年间，公司营业收入和归母净利润的复合增长率分别为 13.83% 和 10.20%，2019Q3 营业收入和归母净利润分别为 12.81 亿元和 6.16 亿元，整体增长较为稳健。近五年公司产品的销售毛利率基本维持稳定，2019Q3 为 85.75%，疫苗产品的毛利率较高。销售净利率和 ROE 水平整体较为稳定，2019Q3 分别为 48.12% 和 18.40%。总体来看，公司盈利能力较强。2019Q3 公司总资产为 36.28 亿元，资产负债率为 7.68%，资产负债率维持在较低水平。

图表 3：近五年公司营业收入和归母净利润增长情况



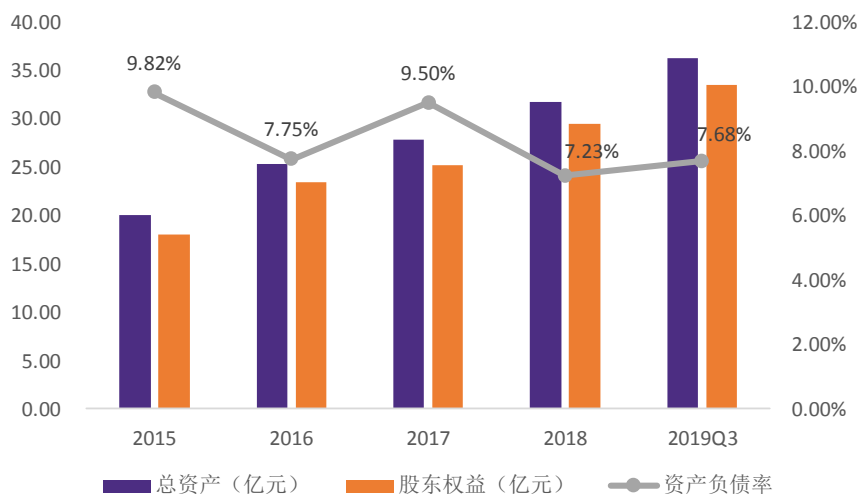
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4：近五年公司盈利能力分析



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5：近五年公司负债情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 三、公司所处行业及产品分析

#### 3.1 我国疫苗行业持续规范发展

近年来全球疫苗市场稳定增长，市场规模在 500 亿美元左右。全球疫苗市场竞争者少，竞争格局相对稳定，以默沙东、辉瑞、葛兰素史克和赛诺菲为首的四大巨头公司占据全球 85%左右的市场份额。中国是全球最大的人用疫苗生产国，每年疫苗的批签

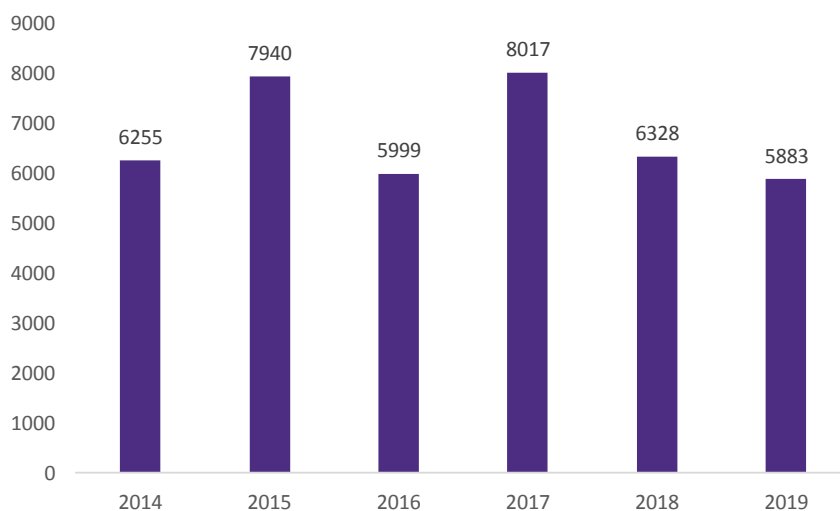
发量在 7-10 亿人次之间。国内疫苗行业呈现国企、外资、民营三足鼎立的市场格局。在经过山东非法疫苗案、长生生物假疫苗等事件之后，疫苗法出台，法律监管更加严格，行业逐步规范发展，重磅品种陆续引进。

我国疫苗分为一类苗和二类苗两大类。一类苗是免费品种，批签发量较大，单价低，利润相对少，包括卡介苗、百白破、乙肝疫苗等品种，覆盖率均超过 90% 以上，一类苗的生产企业主要为国有企业。二类苗是自费品种，定价自主更倾向于市场化，利润高，主要包括 Hib 疫苗、AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、轮状病毒疫苗、狂犬疫苗、流感疫苗、水痘疫苗、HPV 疫苗、13 价肺炎结合疫苗、23 价肺炎多糖疫苗等，二类苗的生产企业多为民营企业。

### 3.2 狂犬疫苗市场竞争格局良好

狂犬病是由狂犬病毒引起的一种人畜共患急性传染病，病死率接近 100%。我国是狂犬病高发国家之一，接种狂犬疫苗是预防和控制狂犬病的唯一有效方法。近年来，我国狂犬疫苗的批签发量在 6000-8000 万支。随着宠物市场的不断扩大，患病人数有增加趋势，狂犬疫苗的整体需求预计保持稳中有升。

图表 6：我国狂犬疫苗批签发量（万支）

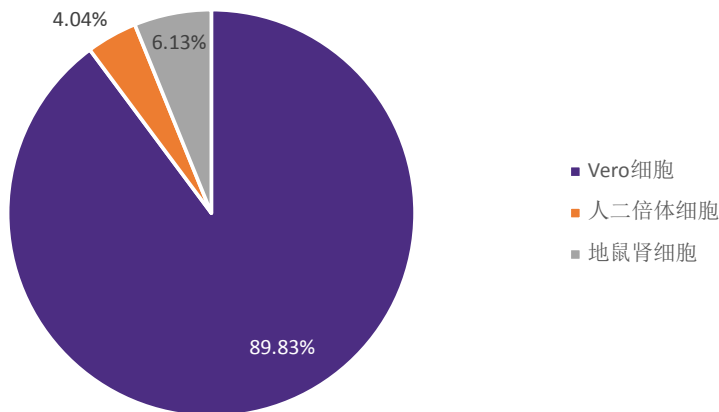


资料来源：Wind 医药库，华鑫证券研发部

目前我国已经上市的狂犬疫苗共有四种，分别为鸡胚细胞、地鼠肾细胞、Vero 细胞和人二倍体细胞狂犬疫苗。其中，二倍体细胞疫苗相比其他三种疫苗抗体应答更快更优，价格上每人接种费用约 1400 元，价格最高。鸡胚细胞、地鼠肾细胞、Vero 细胞的每人接种费用分别约为 790 元、250 元和 250 元。从 2019 年狂犬疫苗的批签发数据

上看，鸡胚细胞狂犬病疫苗是进口产品，2019 年没有批签发；Vero 细胞的批签发量最大，占比达到 90%；地鼠肾细胞和人二倍体细胞的批签发量占比分别为 6%和 4%。

图表 7：2019 年我国批签发狂犬疫苗品种



资料来源：Wind 医药库，华鑫证券研发部

根据 2019 年批签发数据，国内市场上有 9 家疫苗企业生产狂犬病疫苗，其中 Vero 细胞狂犬病疫苗有成大生物等 6 家企业生产；地鼠肾细胞狂犬病疫苗有河南远大和中科生物两家企业生产；人二倍体细胞狂犬病疫苗目前仅成都康华独家生产。在 Vero 细胞狂犬病疫苗的生产企业中，辽宁成大的批签发量最大，占比在 65%左右，竞争优势明显。

图表 8：2019 国内狂犬病疫苗批签发情况及生产厂家

	狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	冻狂犬病疫苗 (人二倍体细胞)	狂犬病疫苗 (地鼠肾细胞)	总计
成都康华生物制品股份有限公司		2377653		2377653
大连雅立峰生物制药有限公司	1283150			1283150
广州诺诚生物制品股份有限公司	9446950			9446950
河南远大生物制药有限公司			2483965	2483965
吉林迈丰生物药业有限公司	242650			242650
<b>辽宁成大生物股份有限公司</b>	<b>40337755</b>			<b>40337755</b>
宁波荣安生物药业有限公司	8472430			8472430
长春卓谊生物股份有限公司	2023730			2023730
中科生物制药股份有限公司			1123615	1123615
<b>总计</b>	<b>61806665</b>	<b>2377653</b>	<b>3607580</b>	<b>67791898</b>

资料来源：Wind 医药库，华鑫证券研发部

公司产品有冻干和水针两种剂型，冻干型疫苗更易储存和运输，相较非冻干型疫苗具备一定优势。人用狂犬疫苗有两种接种方式，Essen 5 针注射法需要接种五次，总

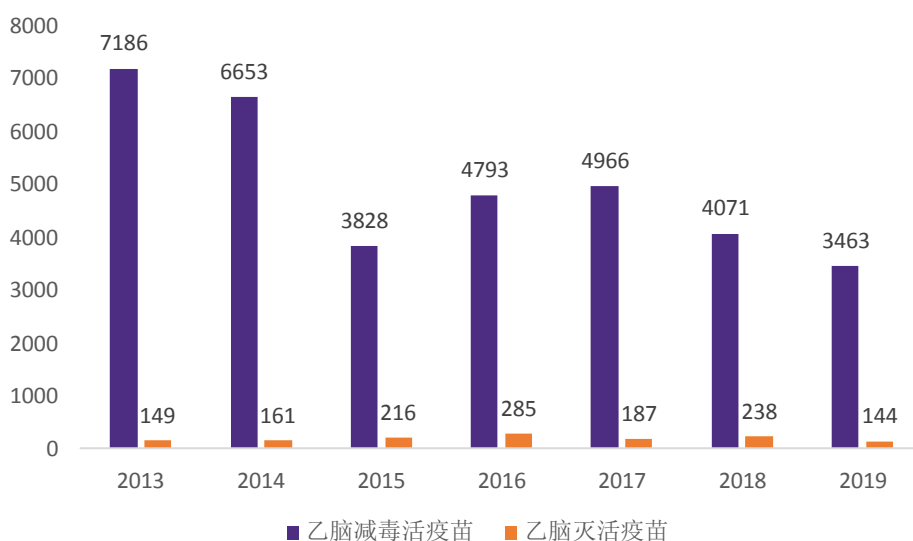
共需要 28 天接种完成。Zagerb 2-1-1 注射法需要接种三次，总共需要 21 天接种完成。公司的人用狂犬病疫苗使用 Zagerb 2-1-1 注射法，在保证免疫效果的同时又方便了患者。

国内流浪猫狗和宠物增长较快，而有效的动物疫苗接种计划较为缺乏，人们很容易被动物咬伤或抓伤。随着人们收入水平和教育水平的提升，接种率也会有所提升，狂犬病疫苗市场在以上因素的推动下预计维持增长态势。公司产品凭借卓越的品质和强大的营销，多年来持续保持着销量第一的市场地位。公司从 2018 年下半年开始改造生产车间提升产能，改造后人用狂犬病疫苗年产可以达到 1400 万人份，能够保障疫苗的供应。冻干人用狂犬病疫苗（二倍体）也处于临床研究阶段。公司在人用狂犬病疫苗市场上公司有望继续保持领先。

### 3.3 乙脑灭活疫苗有望实现升级替代

在我国乙脑疫苗市场上，一类疫苗——乙脑减毒活疫苗一直占据主要市场份额。近年来乙脑减毒活疫苗批签发量有下降趋势，年均批签发量在 4000 万支左右。公司产品为乙脑灭活疫苗，属于二类疫苗，于 2008 年上市，是目前国内市场上唯一在售的乙脑灭活疫苗。相较于减毒活疫苗，灭活疫苗更为稳定和安全，是乙脑减毒活疫苗的升级换代产品。目前公司的乙脑灭活疫苗的年均批签发量在 200 万支左右，招标价格在 70 元/支。总体来看，乙脑疫苗市场基本保持平稳，公司产品未来的增长在于对减毒活疫苗的替代，以获得更高的市场份额。

图表 9：近年乙脑疫苗批签发量（万支/瓶）



资料来源：Wind 医药库，华鑫证券研发部

### 3.4 公司在研产品丰富

公司不断加快在研产品的开发与商业化，自主研发项目在有序推进。双价肾综合征出血热疫苗（Vero 细胞）处于 NDA 申报阶段，有望于今年获批。A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、甲型肝炎灭活疫苗（人二倍体细胞）、b 型流感嗜血杆菌结合疫苗和冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）均处于临床研究阶段。

另外，公司还加强与世界范围内领先研究机构合作开发创新疫苗产品，积极布局重磅创新疫苗产品。公司与荷兰疫苗研究机构 Intravacc 公司合作开发基于其疫苗专利技术生产的 B 群脑膜炎球菌疫苗用于预防中国 B 群脑膜炎的发生；与康乐卫士合作开发重组 15 价 HPV 疫苗。创新疫苗的技术引进及收购业务将进一步丰富公司创新产品的资源储备。

图表 10：公司在研产品

公司在研产品	研发阶段
双价肾综合征出血热疫苗（Vero 细胞）	申报 NDA
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	临床阶段
四价流感病毒裂解疫苗	临床阶段
甲型肝炎灭活疫苗（人二倍体细胞）	临床阶段
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	临床阶段
冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	临床阶段

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

## 四、盈利预测与投资评级

我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 7.28 亿元、8.25 亿元、9.69 亿元，对应 EPS 分别为 1.94 元、2.20 元、2.59 元，当前股价对应 PE 分别为 22.0/19.4/16.5 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 五、风险提示

- 1) 产品质量安全性风险：疫苗产品的安全接种受到多方面因素影响，在产品质量安全上具有一定风险；
- 2) 行业政策事件风险：疫苗行业政策变动可能影响到疫苗产品的流通和销售；



3) 市场竞争风险: 疫苗的生产和研发企业较多, 公司产品面临一定的市场竞争风险。





## 分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>