

公司研究/首次覆盖

2020年06月02日

农林牧渔/农业综合 II

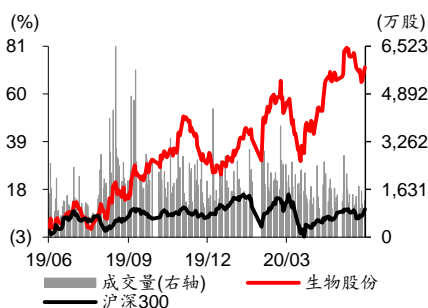
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 24.70
合理价格区间(元): 27.03~27.54

杨天明 执业证书编号: S0570519080004
研究员 yangtianming@htsc.com

冯鹤 执业证书编号: S0570517110004
研究员 021-28972251
fenghe@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

高壁垒稳健增长，大格局强者恒强

生物股份(600201)

核心观点

生物股份是国内动物疫苗龙头企业，市场销售能力强。公司从产品（研发）、服务两个维度不断夯实客户基础。产品层面，以优势产品（口蹄疫疫苗）为基，不断延展品类，目前已具备高致病性禽流感、猪圆环，以及伪狂等相对较大单品。此外，公司瞄准宠物赛道，布局宠物疫苗产品。服务层面，创新服务形式，推出“多防”理念，在减少接触频率的前提下，完成高效的动物防疫。我们预计，2020-22年，生物股份EPS分别为0.51元、0.61元，以及0.76元，首次覆盖，给予“增持”评级。

护城河宽广，龙头地位稳固

动物疫苗有很强的消费属性，其静态指标（抗原含量、内毒素、杂蛋白等）仅是打造产品竞争力的第一步，后期产品的动态检验以及渠道建设也非常重要，1）动态检验方面，生物股份的口蹄疫疫苗产品已经经历了大小疫病、极端天气等压力测试，品质积淀优于中牧股份以及中农威特；2）渠道建设方面，生物股份已经形成了三维渠道体系（直销+自营+经销），拥有国内最优秀的客户群体。我们认为，未来5年，生物股份龙头地位稳固。

以大动物市场化纵深推进为抓手，掘金小动物市场

大动物市场，受非洲猪瘟疫情影响，国内生猪存栏处于相对底部的位置，未来生猪存栏整体上会逐步恢复。并且，本轮周期，规模场顺势扩张，国内规模养殖程度会有较大幅度的提升。受益于国内生养殖规模程度的较快提升，高端苗市场将进入增长黄金期。小动物市场，受益于宠物数量的增长以及需求的细化，我国宠物犬猫市场处在发展上升通道，其中宠物疫苗药物是较大分支。根据行业协会统计，2019年整体疫苗药品销售规模（出厂价口径）在200亿元以上，其中疫苗规模32.24亿元，药品规模182.61亿元。并且以进口产品为主，未来进口替代潜力大。

“2+N”打造多产品矩阵，“1V多”开启组合免疫新篇章

09年推出口蹄疫高端苗以来，生物股份已形成以口蹄疫、高致病性禽流感为箭头产品的多种类产品梯队。此外，公司P3实验室的投入，将带动公司整体研发实力上新台阶。小动物疫苗方面，通过打造全球研发中心，整合全球研发资源。根据农业农村部统计，公司已有狂犬病灭活疫苗产品批准文号，并有多款产品进入临床申报阶段的在研疫苗。此外，在非洲猪瘟疫情的大背景下，公司在大量实验室研究和临床应用验证的基础上，提出“一针三防”的组合免疫防疫理念，强化服务能力，开拓行业服务新思路。

高壁垒、稳增长，首次覆盖，给予“增持”评级

我们预计2020-22年生物股份EPS分别为0.51元、0.61元，以及0.76元。参考行业可比公司2020年36倍的PE水平，同时结合公司：1）行业龙头地位，2）成熟的渠道运作经验，以及3）产品梯队完善，我们给予公司53~54倍PE，目标价27.03~27.54元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：猪价快速下行，动物疫病爆发。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,126
流通A股(百万股)	1,126
52周内股价区间(元)	14.46-25.94
总市值(百万元)	27,818
总资产(百万元)	5,859
每股净资产(元)	4.25

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,897	1,127	1,453	1,755	2,120
+/-%	(0.23)	(40.59)	28.99	20.78	20.77
归属母公司净利润(百万元)	754.47	221.04	596.94	708.19	886.38
+/-%	(13.29)	(70.70)	170.06	18.64	25.16
EPS(元, 最新摊薄)	0.65	0.19	0.51	0.61	0.76
PE(倍)	38.21	130.40	48.29	40.70	32.52

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

护城河宽广，龙头地位稳固	4
战略清晰，专注疫苗产业	4
股权结构分散，无实际控制人	5
品质壁垒高筑，穿周期龙头地位稳固	6
以大动物市场化纵深推进为抓手，掘金小动物市场	8
后非洲猪瘟时代，成长与周期双响	8
萌宠当道，掘金宠物大市场	10
“2+N”打造多产品矩阵，“1V多”开启组合免疫新篇章	12
创新驱动，大小动物产品多箭齐发	12
服务至上，组合免疫引领行业新风向	13
盈利预测与投资建议	14
风险提示	15
PE/PB - Bands	15

图表目录

图表 1：生物股份发展简史	4
图表 2：2001 年至今，生物股份先后剥离能源、纺织加工，聚焦主业	4
图表 3：2008-220Q1，生物股份营业收入及增速	4
图表 4：2008-20Q1，生物股份净利润及增速	4
图表 5：生物股份口蹄疫产品市场占有率高居行业首位（2019 年数据）	5
图表 6：2012-19 年，生物股份口蹄疫疫苗收入规模及增速	5
图表 7：2012-19 年，生物股份口蹄疫招标苗收入规模及增速	5
图表 8：2012-19 年，生物股份口蹄疫市场苗收入规模及增速	5
图表 9：生物股份股权结构相对分散	5
图表 10：国内口蹄疫高端苗主要生产厂家的参数比较	6
图表 11：2018、19 年中牧股份、中农威特口蹄疫招标苗销售规模	6
图表 12：2018、19 年中牧股份、中农威特口蹄疫市场苗销售规模	6
图表 13：国内主要口蹄疫高端苗生产厂家竞争优劣比较	6
图表 14：2014-19 年，牧原股份（自繁自养）生猪养殖防疫费用在养殖成本中占比	7
图表 15：2015-19 年，温氏股份（公司+农户）生猪养殖防疫费用在养殖成本中占比	7
图表 16：2018 年，生猪口蹄疫市场苗整体渗透率在 25%左右	7
图表 17：口蹄疫疫苗市场空间测算	7
图表 18：我国动物疫苗行业发展大事记	8
图表 19：我国能繁母猪存栏同比变化情况	8
图表 20：19 年 1 月底开始，我国生猪价格步入上行通道	8
图表 21：2021 年，我们预计生猪年出栏 3000 头以上规模场出栏占比提升至 45%以上	9

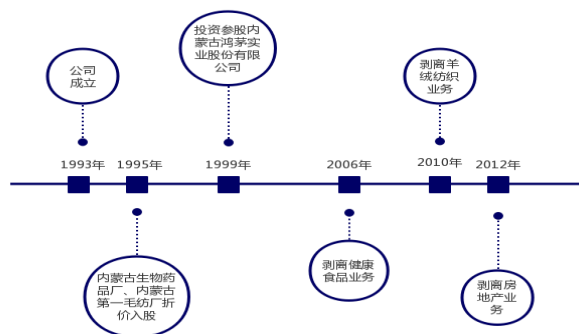
图表 22: 2016-19 年, 国内主要上市公司出栏量 (万头)	9
图表 23: 2019 年, 各区域留种母猪时间分布	9
图表 24: 2021 年, 我们预计口蹄疫市场苗渗透率将提升至 45%以上	9
图表 25: 2011-2020Q1, 生物股份收入与生猪价格趋势图	10
图表 26: 2011-2020Q1, 中牧股份收入与生猪价格趋势图	10
图表 27: 2015-2019 年中国宠物犬猫行业市场规模及增速	10
图表 28: 2019 年, 宠物犬猫数量占比 62.82%	10
图表 29: 我国宠物行业产业链条丰富	11
图表 30: 2019 年, 宠物犬猫食品、疫苗和药品销售规模占比 80.4%	11
图表 31: 宠物犬猫疫苗及宠物药市场空间测算, 出厂价口径	11
图表 32: 辽宁益康股权结构	12
图表 33: 2012-18 年, 日本共立制药收入规模及增速	12
图表 34: 金宇共立股权结构	12
图表 35: 现阶段, 国内有 5 处大生物生物安全三级实验室	13
图表 36: 组合免疫的优势及未来发展	13
图表 37: 一滴纳米级一针三防疫苗的放大结构	13
图表 38: 各组免疫前后疫苗抗体水平变化	13
图表 39: 动物疫苗业务主要产品假设	14
图表 40: 可比公司盈利预测 (采用 Wind 一致预期, 股价截至 2020 年 6 月 1 日收盘价)	14
图表 41: 生物股份历史 PE-Bands	15
图表 42: 生物股份历史 PB-Bands	15

护城河宽广，龙头地位稳固

战略清晰，专注疫苗产业

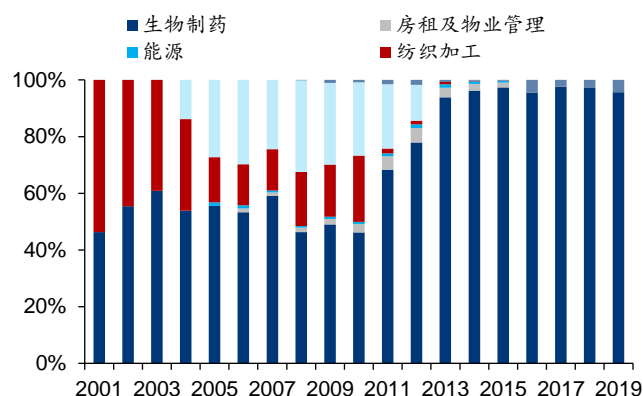
去冗除繁，聚焦动物疫苗主业。公司成立于 1993 年，并于 99 年 1 月 A 股上市。2004 年开始，公司实施产业结构调整战略，先后剥离健康食品、纺织加工和房地产相关业务，2013 年正式确立生物制药为公司主营业务。目前，公司主要从事兽用生物制品的研发、生产与销售，产品涵盖猪用、禽用和反刍类系列动物疫苗，同时依托兽用疫苗国家工程实验室研发平台，为养殖客户提供动物疫病防控系统解决方案。2013-2019 年，公司营业收入复合增速 9.02%，净利润复合增速-1.98%。

图表1：生物股份发展简史



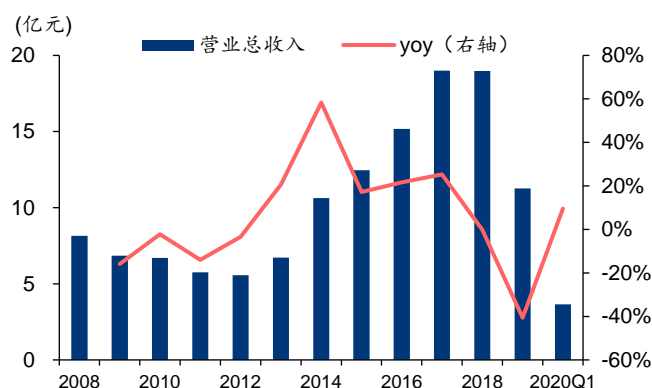
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：2001 年至今，生物股份先后剥离能源、纺织加工，聚焦主业



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2008-220Q1，生物股份营业收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

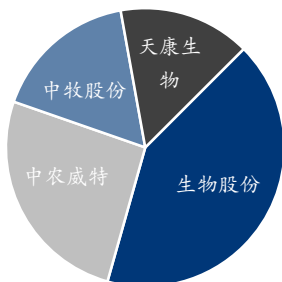
图表4：2008-20Q1，生物股份净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

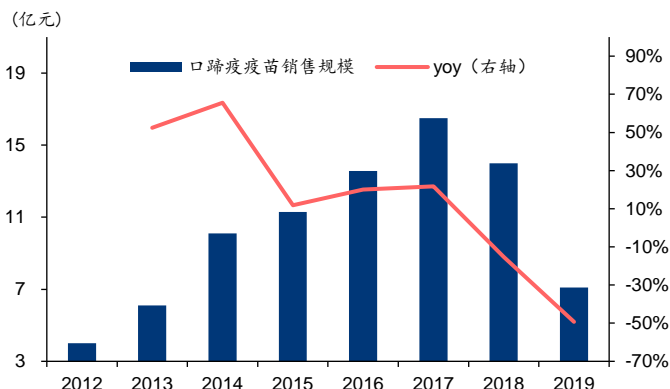
2019 年口蹄疫疫苗收入 7.0 亿元左右，营收占比 60%+。凭借悬浮培养、浓缩纯化工艺等领先工艺，于 2009 年率先推出口蹄疫高端疫苗产品，并启动口蹄疫疫苗点对点直销和售后服务工作，逐渐成长为国内疫苗领域龙头企业，口蹄疫产品市场占有率高居行业首位。2019 年，公司主打的口蹄疫疫苗收入 7.0 亿元左右，受非洲猪瘟疫情影响，口蹄疫疫苗销售同比出现较大幅度下滑。但随着高盈利驱动规模养殖场扩产，我们认为，凭借历史口碑积淀以及产品创新，2020 年，公司口蹄疫销售将重回巅峰。

图表5: 生物股份口蹄疫产品市场占有率高居行业首位 (2019 年数据)



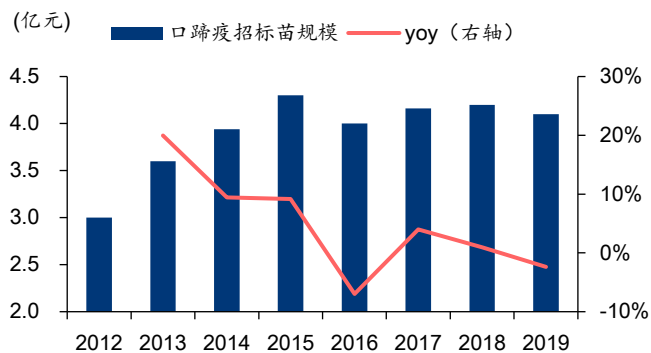
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6： 2012-19 年，生物股份口蹄疫疫苗收入规模及增速



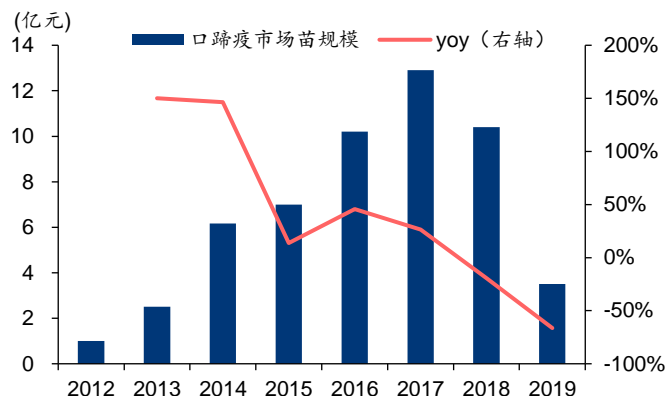
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7： 2012-19 年，生物股份口蹄疫招标苗收入规模及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8： 2012-19 年，生物股份口蹄疫市场苗收入规模及增速

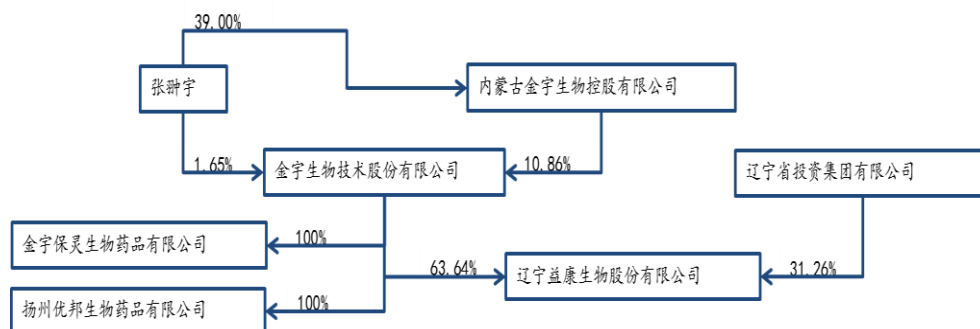


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

股权结构分散，无实际控制人

公司股权结构分散，截至 20Q1，公司前十大股东持股比例仅 38.99%，其中，公司董事长张翀宇先生持股比例 5.89%（直接持股 1.65%，间接持股 4.24%）。

图表9: 生物股份股权结构相对分散



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

品质壁垒高筑，穿周期龙头地位稳固

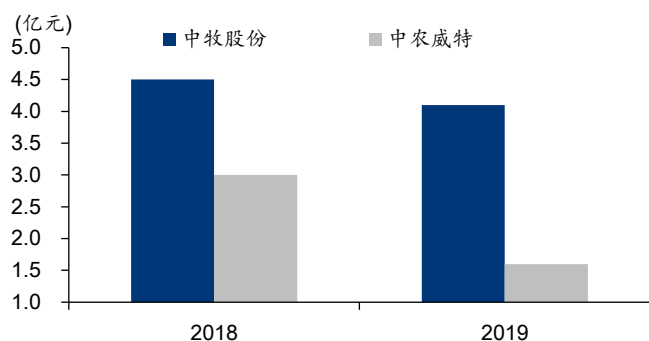
后来者闯入，无碍口蹄疫龙头地位。随着政策导向的（市场化）倾斜以及下游养殖形式的变化（规模化程度提高带来防疫理念的变化），国内口蹄疫疫苗生产厂商对产品品质的要求越来越高。继生物股份完成口蹄疫生产线悬浮培养改造之后，先后有中农威特、天康生物、中牧股份完成生产车间的升级改造。产品层面，目前已经形成生物股份、中牧股份和中农威特三足鼎立的格局。

图表10：国内口蹄疫高端苗主要生产厂家参数比较

	生物股份	厂家 A	厂家 B
抗原含量 (ug/头份)	30	15	30
反应器 (升)	5000	3000	4000
年产能 (亿微克)	85	20	--
纯化浓缩倍数 (倍)	800-1000	20-200	1000
杂蛋白去除率 (%)	>98%	>98%	>99%
PD50 (个)	>50	>15	--
杂蛋白含量 (ug/头份)	<200	<300	--
内毒素 (EU/ml)	<5, 可做到 1 以下	<50	<5

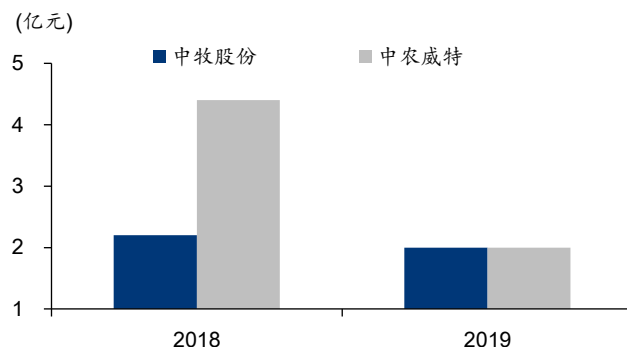
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表11：2018、19年中牧股份、中农威特口蹄疫招标苗销售规模



资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

图表12：2018、19年中牧股份、中农威特口蹄疫市场苗销售规模



资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

但我们认为，动物疫苗有很强的消费属性，产品渠道建设非常重要，生物股份已经形成了三维渠道体系（直销+自营+经销），拥有国内最优秀的客户群体，而目前中农威特和中牧股份仅形成了二维渠道（中农威特经销渠道维护力度不够，中牧股份经销渠道处起步阶段），在客户需求对接、综合服务方面要弱于生物股份。此外，相较于中牧股份和中农威特，生物股份的激励机制也较为充分。从三家企业的动态关系看，中牧股份在口蹄疫高端苗市场的发力是对原有双寡头格局的冲击，但在综合产品力（产品+销售推广）上，生物股份仍具备较大的护城河优势。

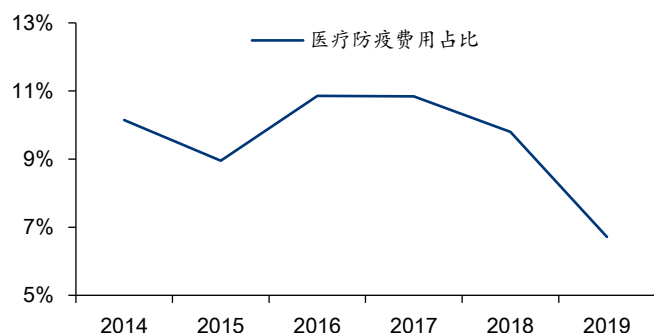
图表13：国内主要口蹄疫高端苗生产厂家竞争优劣比较



资料来源：华泰证券研究所

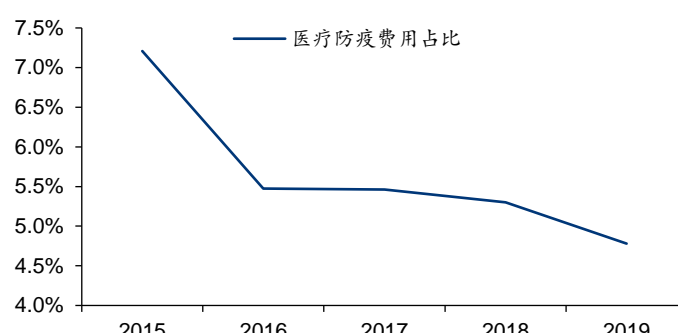
从周期角度考虑，即使在下行周期，盈利空间的缩小并不必然导致口蹄疫高端苗用量的减少，尤其是在养殖户整体防疫理念提升、规模养殖比例快速提高的阶段。此外，规模养殖场中生猪养殖防疫费用在养殖成本中占比仅 6%-10%（散养户比例更低，整体平均在 1% 左右），对猪价变化的敏感性不高。

图表14： 2014-19 年，牧原股份（自繁自养）生猪养殖防疫费用在养殖成本中占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

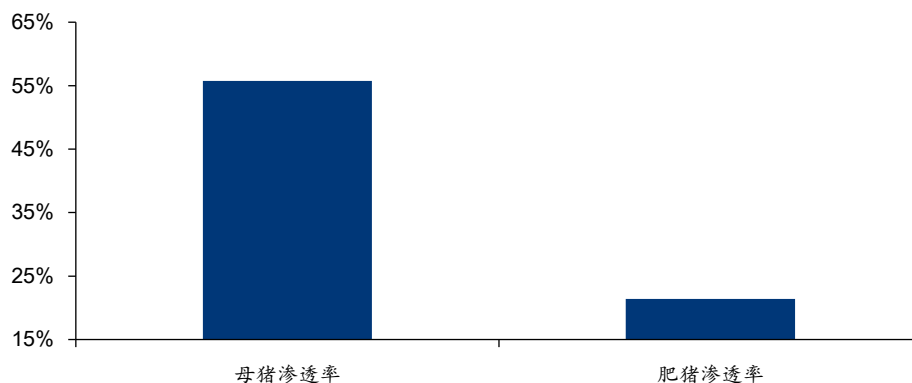
图表15： 2015-19 年，温氏股份（公司+农户）生猪养殖防疫费用在养殖成本中占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

市场空间方面，我们从生猪口径测算，截至 2018 年，口蹄疫高端苗综合渗透率 25% 左右，其中母猪渗透率较高，55% 左右，肥猪渗透率仅 20% 左右。中期看(3-5 年)，我们预计，口蹄疫高端苗渗透率达到 45% 左右，随着渗透率的不断提高，猪用口蹄疫市场销售规模也将不断扩容。长期看(5-10 年)，国内口蹄疫市场空间有望达到 134 亿元。

图表16： 2018 年，生猪口蹄疫市场苗整体渗透率在 25% 左右



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

图表17： 口蹄疫疫苗市场空间测算

接种	数量（万头）	免疫用量（毫/年）	单价（元/毫升）	渗透率	市场规模（亿元）
母猪存栏	3424	6	2.5	100%	5.14
种公猪存栏	27	6	2.5	100%	0.04
生猪出栏	68861	5	2.5	100%	86.08
肉牛出栏	5000	6	2	100%	6.00
奶牛存栏	1413	6	2	100%	1.70
羊出栏	29472	6	2	100%	35.37
合计					134.32

资料来源：中国政府网，中国奶业年鉴，华泰证券研究所，注：母猪存栏数据为 2017 年实际数据，种公猪按照与母猪 1: 25 的比例测算，生猪出栏数据为 2017 年实际数据，肉牛及羊出栏数据为 2015 年实际数据，奶牛存栏数据为 2016 年实际数据

以大动物市场化纵深推进为抓手，掘金小动物市场

我国动物疫苗的研究和生产起步于 1918 年的青岛商品检验局血清所，到 2018 年行业发展已过百年。在百年发展历程中，我国动物疫苗经历了从无到有，从进口依赖到国产替代，从政府招标到市场采购，从传统产品到基因产品等多维度的变化，尤其是进入 21 世纪以来，这种变化愈发深刻。

图表18：我国动物疫苗行业发展大事记

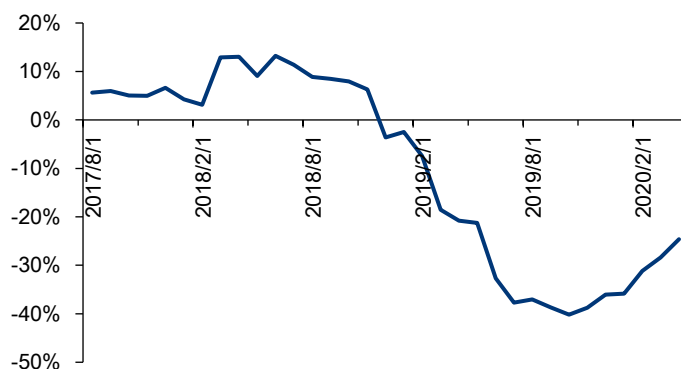


资料来源：中国兽医协会，华泰证券研究所

后非洲猪瘟时代，成长与周期双响

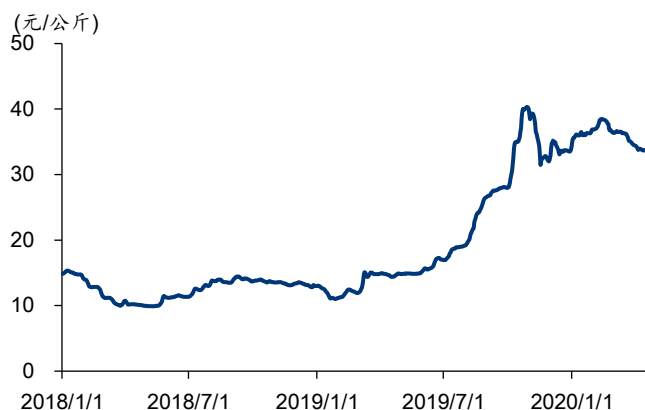
2018 年 8 月，我国发生非洲猪瘟疫情，1 年多时间以来，疫情由北向南传播，我国生猪养殖产业受损严重。根据农业农村部监测，18 年 11 月份开始，全国能繁母猪存栏量出现加速下滑态势，截至 20 年 4 月，全国能繁母猪存栏量同比下滑幅度达到 24.59%。我国生猪价格也自 19 年 1 月底开始步入上行通道，截至 20 年 5 月 24 日，全国生猪价格已达到 29.31 元/公斤。

图表19：我国能繁母猪存栏同比变化情况



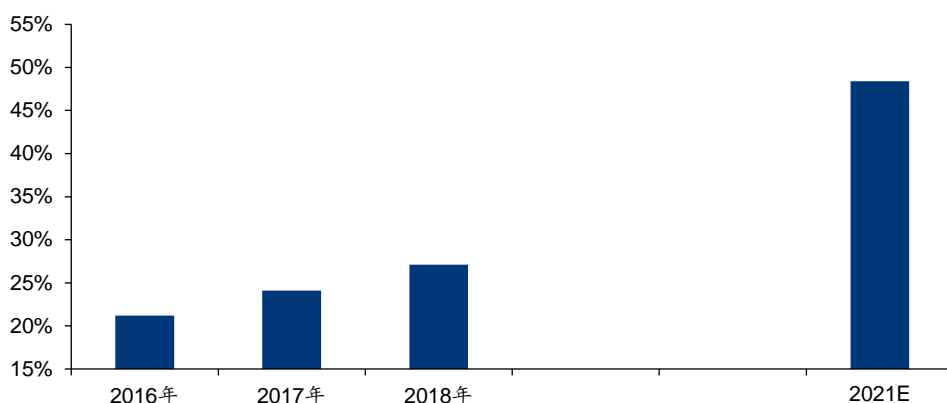
资料来源：农业农村部，华泰证券研究所（以 2017 年 1 月为基期）

图表20：19 年 1 月底开始，我国生猪价格步入上行通道



资料来源：猪易通，华泰证券研究所

我们认为，1) 当前，国内生猪产能已有较大幅度的去化，国内生猪存栏处于相对底部的位置，未来生猪存栏整体上会由底部震荡向逐步恢复演变；2) 受非洲猪瘟疫情影响，国内生猪养殖结构发生较大变化，大量的散户由于防疫水平不佳、资金水平不足等因素被淘汰，规模养殖场，尤其是集团化养殖场，顺势扩张，成为本轮周期复养、扩张的主力，相应地，国内规模养殖程度会有较大幅度的提升。我们估算 2021 年，年出栏 3000 头以上养殖场出栏量占比将提升至 45% 以上（受疫情影响，本轮周期规模化进程提速，以 18 年为基数，该比例年均提升 7pct）。

图表21： 2021 年，我们预计生猪年出栏 3000 头以上规模场出栏占比提升至 45%以上

资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

作为养殖后周期，动物疫苗整体销售将受益于国内生猪存栏的恢复，并且随着本轮周期生猪养殖规模程度的较快提升，高端苗市场将进入增长黄金期。我们以口蹄疫疫苗为例，随着国内生猪产能的恢复，我们认为，口蹄疫市场苗整体渗透率将稳定提升至 45%以上（对应生猪年出栏 3000 头以上规模场出栏比例，假设这部分口蹄疫市场苗渗透率 100%），相应地，口蹄疫市场苗将新增 13.5-16.8 亿元市场销售额。

图表22： 2016-19 年，国内主要上市公司出栏量（万头）

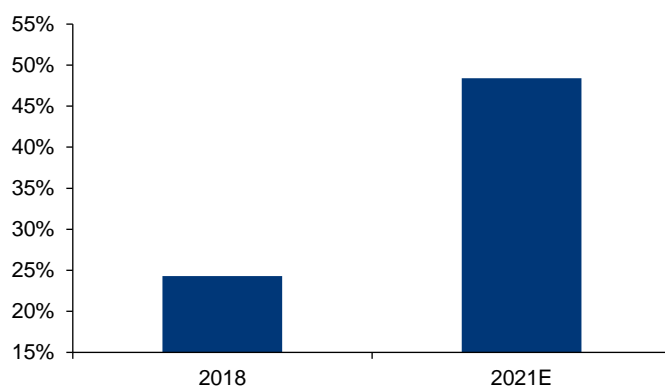
	2016	2017	2018	2019
温氏股份	1712.74	1904.17	2229.70	1851.66
牧原股份	311.40	723.50	1101.02	1025.33
正邦科技	226.44	342.25	553.99	578.40
天邦股份	58.01	101.42	216.97	243.91
唐人神	14.06	54.4	68.1	83.93
海大集团	30	46	70	75
大北农	40	64.25	166.37	162.84
新希望	116.69	171.39	255.37	354.99
中粮肉食	171.2	222.6	255.0	198.5
合计	2680.54	3629.98	4916.52	4574.56
Yoy	--	35.42%	35.44%	-6.96%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表23： 2019 年，各区域留种母猪时间分布

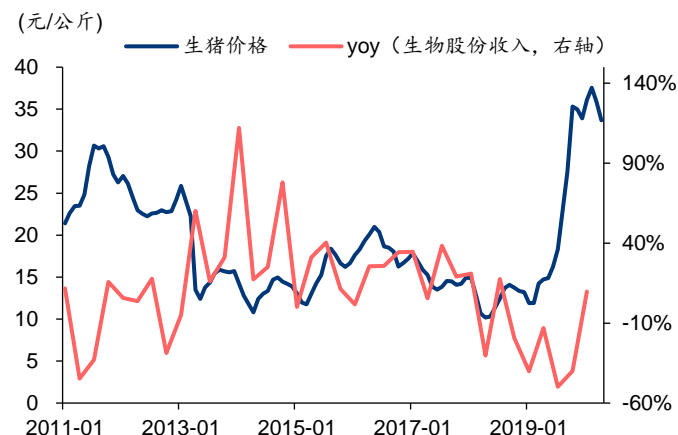
区域	留种母猪时间
东北	5-8 月
华北	7-10 月
华南	10 月底以后，11-12 月为留种高峰期
西南	9 月底开始，10-12 月高峰
华东	9 月底开始，10-12 月高峰

资料来源：涌益咨询，华泰证券研究所

图表24： 2021 年，我们预计口蹄疫市场苗渗透率将提升至 45%以上

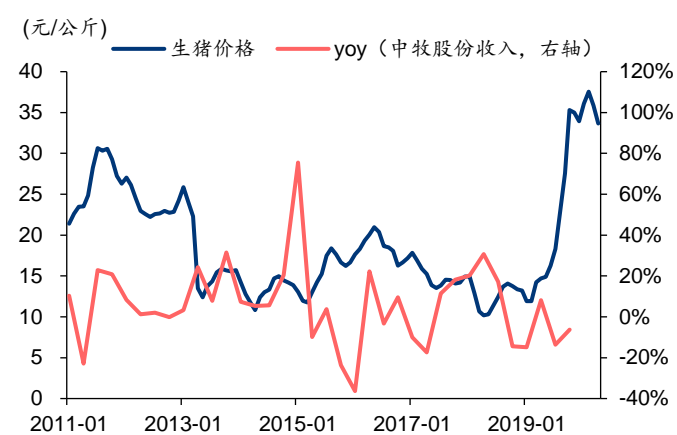
资料来源：中国兽药信息网，华泰证券研究所

图表25: 2011-2020Q1, 生物股份收入与生猪价格趋势图



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表26: 2011-2020Q1, 中牧股份收入与生猪价格趋势图

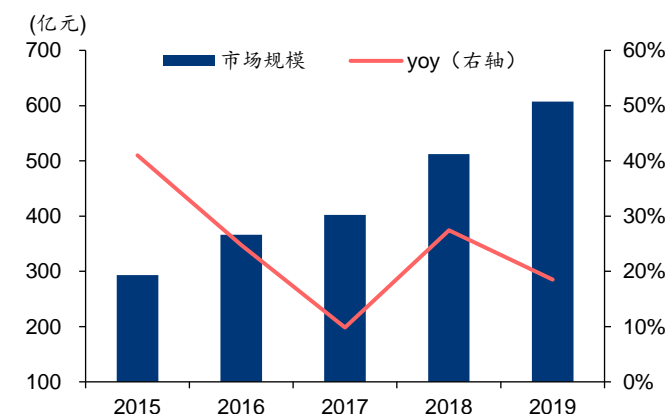


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

萌宠当道, 掘金宠物大市场

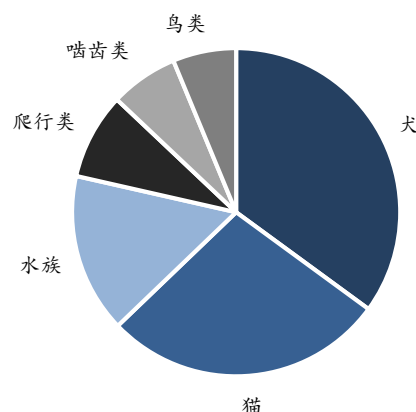
2019 年, 我国宠物犬猫行业市场规模 (出厂价口径) 突破 600 亿元。受益于宠物数量的增长以及宠物行业需求的不断细化, 近 5 年来 (2015-19 年), 我国宠物犬猫行业市场规模不断增长, 2019 年市场规模 (出厂价口径) 达 607.2 亿元, 2015-19 年, 复合增速达 15.66%。具体看, 1) 2019 年, 我国城镇犬猫养宠人数 6120 万人, 同比增长 8.36%, 家庭养宠渗透率 23%, 较 2018 年提升 1.5pct。2019 年城镇猫犬总数量已达到 6800 万只, 占比 62.82%。其中, 宠物犬数量 4000 万只左右, 同比增长 8.2%, 宠物猫数量 2800 万只左右, 同比增长 8.6%; 2) 宠物行业结构方面, 随着养宠的需求的精细化, 除传统的活体交易、食品之外, 宠物行业不断衍生出宠物诊疗、洗美、保险、酒店等服务类细分需求, 其中食品、疫苗和药品是前两大细分品类, 2019 年销售规模占比分别为 45%、35.4%。

图表27: 2015-2019 年中国宠物犬猫行业市场规模及增速



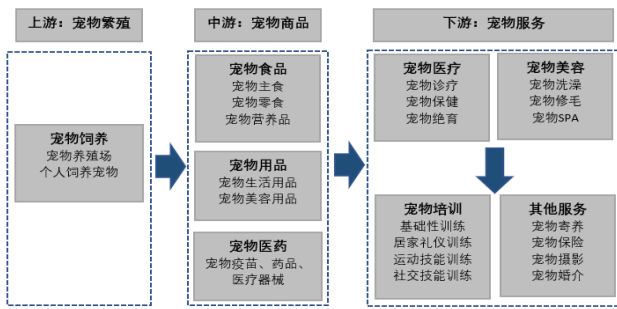
资料来源: 《2019 年宠物行业白皮书》, 华泰证券研究所

图表28: 2019 年, 宠物犬猫数量占比 62.82%



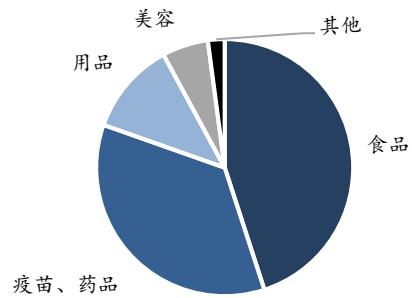
资料来源: 《2019 年宠物行业白皮书》, 华泰证券研究所

图表29： 我国宠物行业产业链条丰富



资料来源：《2019 年宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

图表30： 2019 年，宠物犬猫食品、疫苗和药品销售规模占比 80.4%



资料来源：《2019 年宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

具体看国内宠物犬猫疫苗及药物市场，1) 犬猫疫苗市场，现阶段，国内宠物犬猫疫苗市场主要以犬用疫苗市场为主，常规免疫联苗、狂犬疫苗，产品主要以硕腾、英特威、梅里亚等进口产品为主。近些年，国产狂犬疫苗也有兴起之势，但主要以三、四线市场为主，且量比较小。2) 犬猫药物市场，主要以宠物犬驱虫药物为主，宠物犬驱虫药销售规模占犬猫药品销售规模 50%左右。整体看，国内宠物犬猫疫苗及药物销售规模 215 亿元左右，未来随着宠物数量的增加，市场空间将被逐步打开。

图表31： 宠物犬猫疫苗及宠物药市场空间测算，出厂价口径

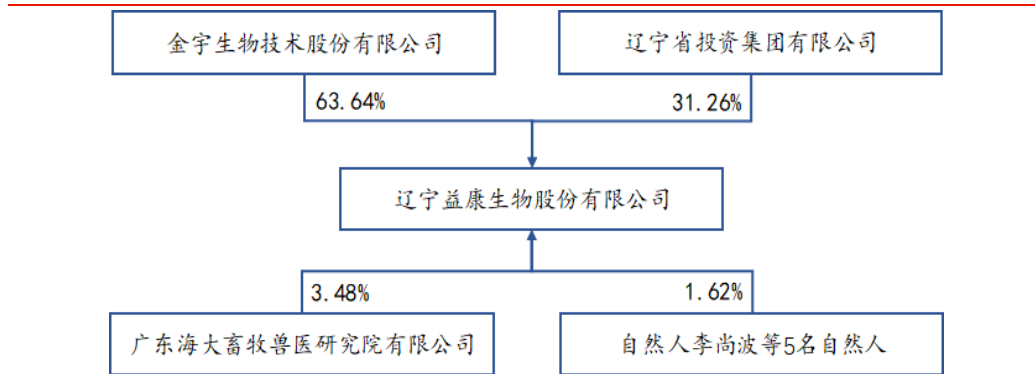
类别	产品	数量（万头）	免疫用量（头份/年）	单价（元/毫升）	市场规模（亿元）
疫苗	犬用	4000			
	联苗		2	25	20
	狂犬疫苗		1	18	7.2
药品	驱虫药		6	35	84
疫苗	猫用	2800			
	狂犬疫苗		1	18	5.04
药品	其他犬猫药品				98.61
合计					214.85

资料来源：《2019 年宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

“2+N” 打造多产品矩阵，“1V 多” 开启组合免疫新篇章 创新驱动，大小动物产品多箭齐发

自 2009 年推出口蹄疫高端苗以来，经历 10 余年发展，现阶段在大动物疫苗条线，生物股份已经形成以口蹄疫、高致病性禽流感为箭头产品的多种类产品梯队。1) 口蹄疫，虽然受非洲猪瘟疫情影响，公司口蹄疫产品龙头地位稳固，2019 年市场苗市占率仍有 50% 左右；2) 高致病性禽流感，自 2018 年完成对辽宁益康 63.64% 股权的收购，公司取得高致病性禽流感生产资质，并对辽宁益康进行产品改进，2019 年辽宁益康实现净利润 1429.53 万元，较 2018 年盈利能力较大幅度提升。此外，公司还拥有猪圆环、伪狂犬、牛三联疫苗等潜力品种。

图表32： 辽宁益康股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

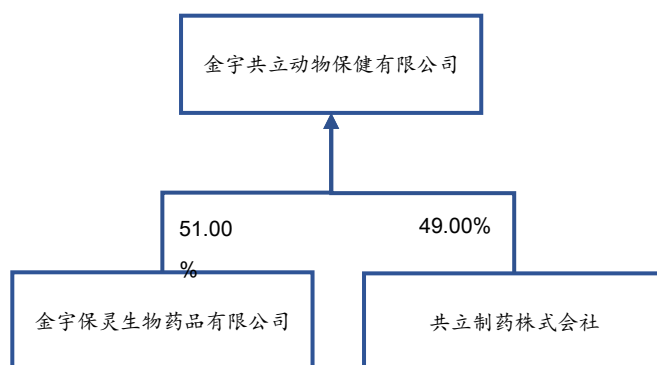
小动物疫苗方面，打造全球研发中心，整合全球研发资源。先后成立金宇美国（2016 年）、金宇共立（2019 年与日本共立成立，金宇保灵持股 51%），整合全球小动物疫苗研发资源。日本共立是日本最大的动保公司，2018 年共立制药收入 524 亿日元（约合 4.81 亿美元），其中宠物制药业务占比 80% 左右。截止 2020 年初，生物股份已有狂犬病灭活疫苗产品批准文号，并有犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病、犬副流感四联疫苗，以及犬瘟热、犬细小病毒性肠炎、犬传染性肝炎三联活疫苗等进入临床申报阶段的在研疫苗。

图表33： 2012-18 年，日本共立制药收入规模及增速



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

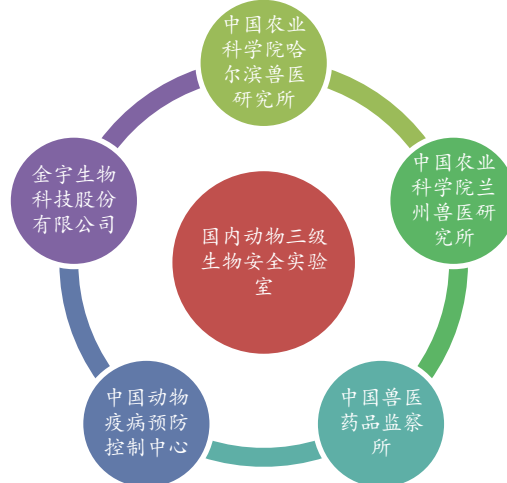
图表34： 金宇共立股权结构



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

获准从事高致病性动物病原微生物实验活动，打通上游种毒环节。2019 年 10 月 25 日，动物生物安全三级实验室(P3)获批，在此基础上，2020 年 2 月 4 日，经农业农村部批准，同意金宇保灵从事相关高致病性动物病原微生物实验活动。2020 年前，国内动物疫苗企业一般只承担动物疫苗的工业化生产（仅在生产工艺上具备自主权），很少涉及上游种毒环节的相关操作。此次，金宇保灵获准从事口蹄疫、非洲猪瘟病毒分离培养、鉴定、动物感染及效力评价试验等活动，将在传统工业生产环节的基础上涉足上游种毒操作环节，结束上游研发与工业生产环节分离的状态，带动公司整体研发水平、疫苗制备水准更上台阶。

图表35： 现阶段，国内有 5 处大生物生物安全三级实验室



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

服务至上，组合免疫引领行业新风向

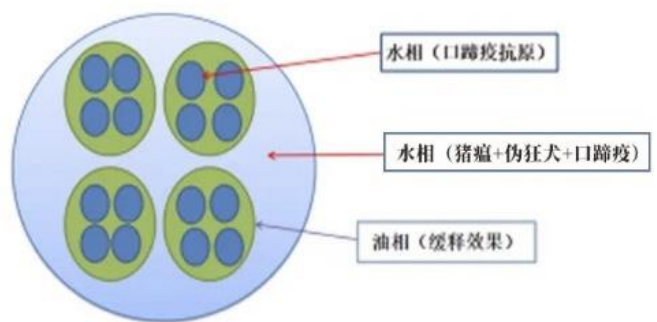
在非洲猪瘟疫情的大背景下，如何在减少接触次数的前提下完成生物安全防控的重要性日益凸显。为了减少人员和猪只的接触频率，以及避免针头注射导致交叉感染，生物股份在已有丰富产品的基础上，进行了大量的实验室研究和临床应用验证，提出了“一针三防”（口蹄疫+伪狂犬+猪瘟）的组合免疫防疫理念。

图表36： 组合免疫的优势及未来发展



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表37： 一滴纳米级一针三防疫苗的放大结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

基于生物股份现有产品建立的“一针三防”实践效果比较理想。具体地，将公司口蹄疫产品作为稀释液稀释伪狂犬，然后再稀释猪瘟，形成“口蹄疫+伪狂犬+猪瘟”一针三防的组合疫苗。从养殖户角度看，组合免疫一方面可以减少与猪只接触频率，进而减少感染的可能性，此外，还能够最大限度解放养殖户时间，是未来生物安全防控的发展方向。目前，国内部分大型和中型养殖场已采用此种免疫方案，公司一针多防客户数量从 2019 年的 30 家提升到截至 2020 年 3 月的 50 家左右。

图表38： 各组免疫前后疫苗抗体水平变化

		猪瘟抗 体阳性 率	猪瘟抗体 平均阻断 率	伪狂犬 gE 抗体 阳性率	伪狂犬 gB 抗体 阳性率	伪狂犬 gB 抗体 平均值	口蹄疫 o 型抗体阳性率			
							>1:64	>1:128	>1:32	>1:64
组合免疫二	单针组	100%	71.06%	0%	80%	1925.4	100%	80%	100%	100%
免后一个月	组合组	100%	72.56%	10%	100%	4153.2	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司公告，华泰研究所

盈利预测与投资建议

收入端，口蹄疫疫苗，受生猪存栏恢复以及养殖规模程度提高影响，1) 公司口蹄疫市场苗进入高速增长期，我们预计 2020-22 年，公司口蹄疫市场苗的销量增速为 21.26%、38.38%、33.68%的增速，由于口蹄疫市场苗价格保持相对稳定，相应地，我们预计 2020-22 年，公司口蹄疫市场苗销售额同比增速 21.26%、38.38%、33.68%；2) 口蹄疫招标苗，销量增速整体相对稳定，我们预计 2020-22 年，其销量增速分别为 4.06%、1.04%、0.71%，同样假设价格保持稳定，相应收入同比增速 4.06%、1.04%、0.71%。毛利率，我们预计 2020-22 年，公司综合毛利率分别为 65.78%、67.62%、68.96%，其中动物疫苗业务毛利率为 66.40%、68.64%和 70.11%。费用率方面，19 年受非洲猪瘟疫情影响，生猪数量&接种意愿都有较大幅度下滑，20 年非洲猪瘟疫情基本得到控制，行业补栏需求较强烈，公司销售相对顺势，恢复到正常的情况，营销开展相对顺利，因此我们预计 2020-22 年，生物股份整体费用率呈下滑趋势，其中管理费用率分别为 10.00%、9.50%、9.00%；销售费用率分别为 13.50%、13.30%和 13.00%。综合考虑以上因素，我们预计 2020-22 年生物股份 EPS 分别为 0.51 元、0.61 元，以及 0.76 元。参考行业可比公司 2020 年 36 倍的 PE 水平，同时结合公司：1) 行业龙头地位，2) 成熟的渠道运作经验，以及 3) 产品梯队完善，我们给予公司 53~54 倍 PE，目标价 27.03~27.54 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表39： 动物疫苗业务主要产品假设

	2020E	2021E	2022E
口蹄疫招标			
销量(万毫升)	45183.25	45652.60	45974.88
Yoy	4.06%	1.04%	0.71%
价格(元/毫升)	1.19	1.17	1.16
毛利率	65.39%	70.34%	75.0%
口蹄疫市场			
销量(万毫升)	15012.37	20774.33	27771.96
Yoy	21.26%	38.38%	33.68%
价格(元/毫升)	3.0	3.0	3.0
毛利率	70.0%	70.0%	70.0%
猪圆环			
销量(万头份)	1404.77	1966.67	2753.34
Yoy	25.0%	40.0%	40.0%
价格(元/头份)	9.0	9.0	9.0
毛利率	60%	65%	67%
其他			
收入(百万元)	295.56	378.02	460.95
毛利率	65.50%	65.72%	66.30%
费用率			
销售费用率	13.5%	13.3%	13.0%
管理费用率	10.0%	9.5%	9.0%
财务费用率	-4.37%	-5.24%	-5.32%

资料来源：华泰证券研究所

图表40： 可比公司盈利预测（采用 Wind 一致预期，股价截至 2020 年 6 月 1 日收盘价）

证券代码	证券名称	最新股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603566.SH	普莱柯	27.09	0.34	0.54	0.73	0.97	55.68	50.17	37.11	27.93
600195.SH	中牧股份	14.72	0.30	0.49	0.57	0.69	38.08	30.04	25.82	21.33
300119.SZ	瑞普生物	18.03	0.48	0.64	0.78	0.93	30.07	28.17	23.12	19.39
均值								36.13	28.68	

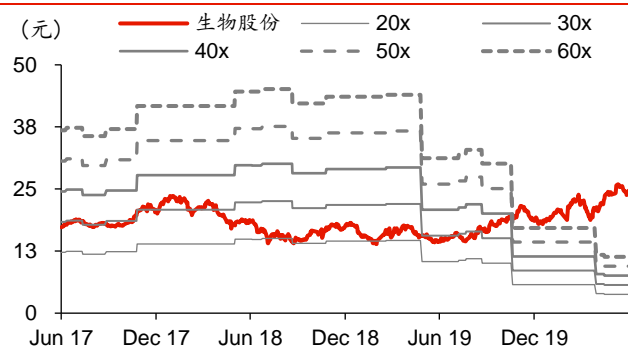
资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

猪价快速下行，整体养殖节奏存在放缓的可能性，生猪出栏量较往常减少，从而影响动物疫苗的需求量，导致其存在下行风险。此外，以生猪为例，下游养殖疫情大面积爆发，导致疫区病猪大范围捕杀，会减少动物疫苗的潜在用量。

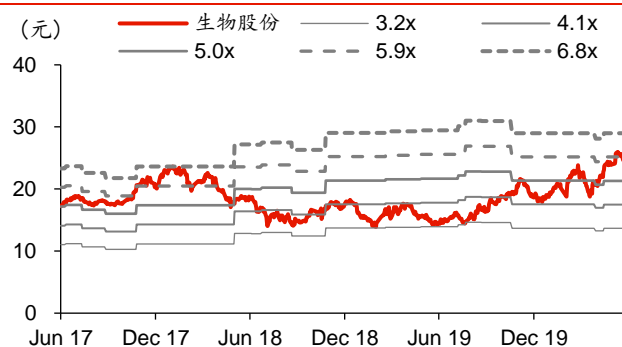
PE/PB - Bands

图表41： 生物股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表42： 生物股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,713	2,694	3,851	4,465	5,372
现金	1,728	1,109	2,124	2,499	3,162
应收账款	766.80	576.25	566.64	767.45	948.44
其他应收账款	73.74	42.71	74.65	74.90	92.96
预付账款	6.66	13.05	8.92	11.64	15.17
存货	313.05	245.29	293.41	335.64	385.83
其他流动资产	823.96	707.73	783.34	776.82	766.68
非流动资产	2,601	2,892	2,821	2,765	2,644
长期投资	208.54	265.46	226.09	233.36	241.64
固定资产投资	757.95	1,195	1,500	1,501	1,435
无形资产	365.48	338.82	340.42	342.48	323.56
其他非流动资产	1,269	1,093	754.33	688.32	643.46
资产总计	6,313	5,586	6,672	7,230	8,016
流动负债	942.09	548.00	879.40	864.76	910.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	324.10	295.24	321.67	372.01	437.88
其他流动负债	617.99	252.77	557.73	492.75	472.63
非流动负债	148.55	168.78	167.21	174.87	183.65
长期借款	2.58	15.08	20.11	25.95	33.74
其他非流动负债	145.97	153.70	147.11	148.93	149.91
负债合计	1,091	716.78	1,047	1,040	1,094
少数股东权益	191.13	221.82	225.72	232.54	246.03
股本	1,171	1,126	1,167	1,167	1,167
资本公积	1,310	881.01	840.27	840.27	840.27
留存公积	2,972	2,780	3,377	3,915	4,606
归属母公司股东权益	5,031	4,647	5,399	5,958	6,675
负债和股东权益	6,313	5,586	6,672	7,230	8,016

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	422.46	405.24	459.03	627.09	892.47
净利润	749.60	226.90	600.84	715.00	899.87
折旧摊销	97.20	107.54	160.48	189.64	201.63
财务费用	(36.47)	(17.83)	(63.58)	(91.93)	(112.89)
投资损失	(50.14)	1.23	(28.06)	(25.66)	(17.49)
营运资金变动	(487.70)	8.48	(209.11)	(211.78)	(125.99)
其他经营现金	149.96	78.93	(1.54)	51.81	47.36
投资活动现金	(125.35)	413.11	362.03	(184.31)	(156.18)
资本支出	545.47	307.36	220.00	50.00	50.00
长期投资	20.40	53.60	(65.06)	12.78	13.17
其他投资现金	440.52	774.07	516.97	(121.53)	(93.02)
筹资活动现金	(666.06)	(846.50)	194.51	(68.33)	(72.36)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	12.50	5.03	5.84	7.79
普通股增加	271.38	(44.30)	40.74	0.00	0.00
资本公积增加	(249.28)	(428.52)	(40.74)	0.00	0.00
其他筹资现金	(688.16)	(386.18)	189.48	(74.18)	(80.15)
现金净增加额	(368.74)	(28.09)	1,016	374.45	663.93

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,897	1,127	1,453	1,755	2,120
营业成本	521.55	424.63	497.41	568.43	658.00
营业税金及附加	22.43	18.50	8.72	10.53	12.72
营业费用	257.04	218.35	196.21	233.47	275.60
管理费用	146.60	112.85	145.34	166.76	190.80
财务费用	(36.47)	(17.83)	(63.58)	(91.93)	(112.89)
资产减值损失	(60.02)	(55.44)	(29.46)	20.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	44.99	15.00	20.00	26.66
投资净收益	50.14	(1.23)	28.06	25.66	17.49
营业利润	889.24	253.61	741.84	893.79	1,125
营业外收入	0.90	1.34	0.82	1.02	1.06
营业外支出	0.84	1.45	0.89	1.06	1.13
利润总额	889.30	253.50	741.78	893.75	1,125
所得税	139.70	26.61	140.94	178.75	224.97
净利润	749.60	226.90	600.84	715.00	899.87
少数股东损益	(4.86)	5.85	3.90	6.82	13.49
归属母公司净利润	754.47	221.04	596.94	708.19	886.38
EBITDA	949.97	343.32	838.75	991.50	1,214
EPS (元, 基本)	0.64	0.20	0.51	0.61	0.76

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(0.23)	(40.59)	28.99	20.78	20.77
营业利润	(13.29)	(71.48)	192.51	20.48	25.86
归属母公司净利润	(13.29)	(70.70)	170.06	18.64	25.16
获利能力 (%)					
毛利率	72.50	62.32	65.78	67.62	68.96
净利率	39.78	19.62	41.07	40.34	41.81
ROE	15.00	4.76	11.06	11.89	13.28
ROIC	22.94	7.92	19.05	21.30	27.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.28	12.83	15.69	14.38	13.65
净负债比率 (%)	0.24	5.59	2.72	3.56	4.44
流动比率	3.94	4.92	4.38	5.16	5.90
速动比率	3.57	4.46	4.02	4.75	5.45
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.19	0.24	0.25	0.28
应收账款周转率	2.97	1.57	2.34	2.47	2.30
应付账款周转率	1.83	1.37	1.61	1.64	1.62
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.19	0.51	0.61	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.35	0.39	0.54	0.76
每股净资产(最新摊薄)	4.31	3.98	4.63	5.11	5.72
估值比率					
PE (倍)	38.21	130.40	48.29	40.70	32.52
PB (倍)	5.73	6.20	5.34	4.84	4.32
EV_EBITDA (倍)	27.20	75.26	30.81	26.06	21.29

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，杨天明、冯鹤，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师杨天明、冯鹤本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司