2021 年 01 月 17 日

证券研究报告•公司研究报告

生物股份（600201）农林牧渔

持有（首次）

当前价：19.65 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

稳定市场领先地位，迎接行业景气回升

投资要点

- **推荐逻辑：**下游需求量恢复，公司作为动保龙头企业把握机遇，业绩有望提升。1）非洲猪瘟后，生猪存栏量自 2019 年年底至今显著提高，未来将稳步恢复至正常水平，动保产品将迎来增量。2）养殖结构化发展迅速，规模养殖场防疫意识更强，市场苗渗透率有望提高。3）公司是口蹄疫疫苗市场占有率领先的企业，且产品矩阵丰富，业绩存在驱动因素，未来前景向好。
- **公司核心产品市场占有率领先，营业收入有望随下游需求变化而增加。**2019 年公司实现营业利润 6.9 亿元，其中生物制品占比达 99%，毛利率为 64%。其中核心产品为猪用口蹄疫疫苗，公司政采苗市占率位于第二，市场苗也处于领先水平，整体行业排名靠前。且疫苗生产行业壁垒高、公司拥有先进的研发技术与条件，共同保障了其地位，主要推广的金 OA 为口蹄疫 O 型、A 型二价灭活苗市场反馈良好，抗原纯且含量高、效果稳定且保护期长。随下游生猪养殖数量缓慢回升，在维持现有格局不变的情况下，我们预计未来口蹄疫整体市场规模将存在 20%-30%的扩张，而规模化养殖场占比的提升将有利于高端疫苗市场渗透率的提高，增长幅度或超预期，而公司个体业绩也将从中受益。
- **公司产品“两超多强，全面开花”，创新科技服务提高竞争力。**公司以猪用口蹄疫疫苗与高致病性禽流感疫苗为两大核心产品，矩阵中包括猪用、禽用、反刍类动物疫苗等多样疫苗，共涵百余项生物制品。且国内禽用疫苗市场增长迅速，2020 年 H1 辽宁益康实现营收 1.3 亿元，同比增长 47.2%，盈利能力有望更进一步在建设完善国内产业的同时，积极开拓海外市场，获农业农村部批准生产专供出口的口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗，实现重组禽流感疫苗出口埃及和伊朗。紧跟科技时代步伐，搭建“智慧防疫”系统，利用现有数据进行预测，争取做到防患于未然，为客户提供疾病防控整体解决方案，建立动物养殖健康档案和肉蛋奶食品安全可追溯体系。
- **公司把握国内宠物行业空间，开展合作项目，提高企业竞争力。**宠物市场消费规模 2019 年增速为 18.5%，处于迅速发展阶段，现我国宠物用疫苗主要使用进口疫苗，高端市场几乎被硕腾、英特威等国际知名大厂把持，公司与日本共立合作整合宠物疫苗研究资源，且已获得狂犬疫苗生产批准文号。有犬瘟热、犬细小病毒、犬腺病病毒、犬副流感四联疫苗等进入临床申报阶段，未来发展可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.39 元、0.63 元、0.89 元，对应动态 PE 分别为 50/31/22 倍，参考行业其他公司 2021 年平均 PE 为 26 倍，考虑到公司行业龙头地位以及成熟的运营模式，给予溢价，予以 2021 年 35 倍 PE，“持有”评级。
- **风险提示：**非洲猪瘟疫情反弹、市场销售情况不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1126.78	1447.08	2011.88	2605.15
增长率	-40.59%	28.43%	39.03%	29.49%
归属母公司净利润（百万元）	221.04	441.72	708.64	1004.50
增长率	-70.70%	99.84%	60.43%	41.75%
每股收益 EPS（元）	0.20	0.39	0.63	0.89
净资产收益率 ROE	4.66%	8.59%	12.29%	15.15%
PE	100	50.1	31.2	22.0
PB	4.76	4.39	3.91	3.39

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：徐卿

执业证号：S1250518120001

电话：021-68415832

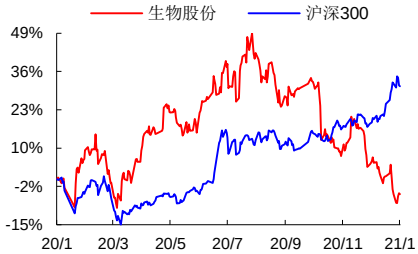
邮箱：xuq@swsc.com.cn

联系人：刘佳宜

电话：021-68415832

邮箱：liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.26
流通 A 股(亿股)	11.20
52 周内股价区间(元)	18.76-30.8
总市值(亿元)	221.31
总资产(亿元)	61.31
每股净资产(元)	4.32

相关研究

目 录

1 公司概况：兽用疫苗领军者 1

2 行业分析：下游养殖带动动保产品需求 2

2.1 生猪养殖市场回温，疫苗需求随存栏量提升 2

2.2 规模化养殖迅速发展，疫苗产业从中受益 4

3 公司分析：保持现有优势，开拓宠物市场 7

3.1 行业壁垒高筑，龙头地位稳定 7

3.2 丰富产品矩阵，创新科技服务 8

3.3 把握“小动物”机遇，提高市场竞争力 11

4 盈利预测与估值 12

4.1 盈利预测 12

4.2 相对估值 12

5 风险提示 13

图 目 录

图 1：公司 2019 年主营业务结构情况 1
图 2：公司 2019 年主营业务毛利情况 1
图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速 1
图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速 1
图 5：自 2018 年起生猪存栏量月环比变动 2
图 6：自 2018 年起能繁母猪存栏量月环比变动 2
图 7：2018-2020 年 12 月单头猪盈利预期（元/头） 2
图 8：2018-2020 年 12 月生猪出场价走势（元/千克） 2
图 9：2018 年 11 月-2020 年仔猪价格走势（元/公斤） 3
图 10：2018 年 11 月-2020 年二元母猪价格走势（元/公斤） 3
图 11：2020 年 H1 龙头养殖企业生产性生物资产变动情况 3
图 12：截止 2019 年全球非瘟分布情况 5
图 13：2015 年来我国生猪存栏量及同比变化 5
图 14：2015 年来我国生猪出栏量及同比变化 5
图 15：不同规模生猪养殖场占比 6
图 16：上市猪企生猪存栏量及市场占比情况 6
图 17：2019 年 6 月至今上市猪企生猪出栏量（万头） 6
图 18：2019 年口蹄疫政采苗市场结构 8
图 19：公司全国销售网络分布图 10
图 20：宠物行业收入及同比变化率 11
图 21：宠物医疗市场规模及同比变化 11

表 目 录

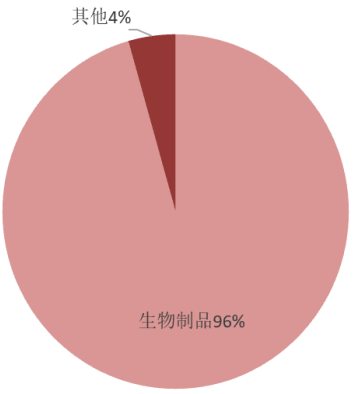
表 1：畜禽养殖环保政策要求 4
表 2：八家拥有口蹄疫生产资质的企业及主要产品 7
表 3：公司不同板块主要产品 9
表 4：分业务收入及毛利率 12
表 5：可比公司估值 12
附表：财务预测与估值 14

1 公司概况：兽用疫苗领军者

生物股份是国内最大的兽用生物制剂生产企业之一，成立于 1993 年，并于 1999 年上市。公司在 2004 年开始调整产业结构，先后剥离健康食品、纺织加工和房地产的相关业务，于 2013 年正式确立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、反刍和宠物类四大系列百余种动物疫苗，拥有国内先进的工艺技术和产品质量，同时依托国家级实验室研发平台，配套专业的技术服务和销售渠道，为客户提供动物防疫整体解决方案。

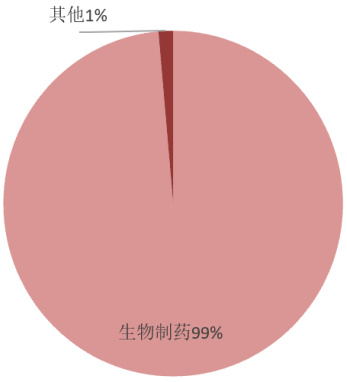
公司主营业务结构：公司营业收入主要来自生物制品，截至 2019 年公司实现营业收入 **11.3 亿元，**其中**生物制药**业务实现 **10.8 亿元，占比达 95.6%，**贡献毛利 6.9 亿元，占比 99%，毛利率达 64.3%。

图 1：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

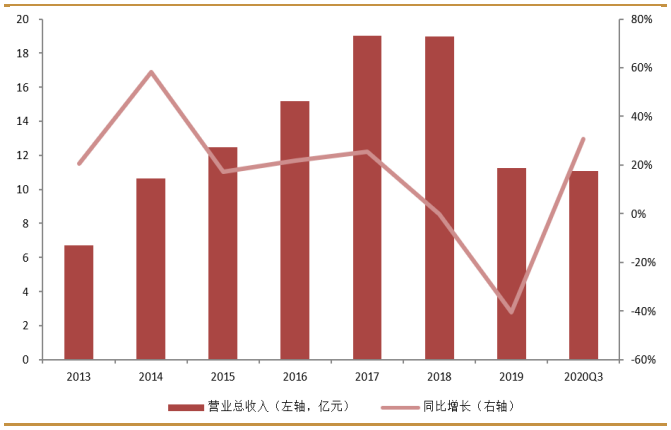
图 2：公司 2019 年主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

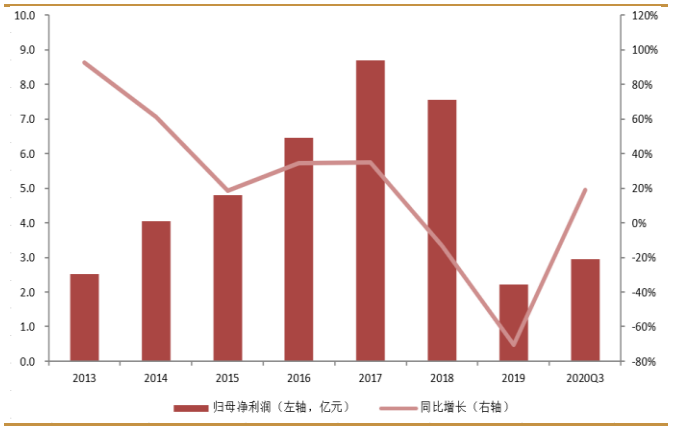
公司业绩状况：截至 2020 年三季度，公司实现营业收入 11.1 亿元，同比增长 30.7%，归母净利润约 3.0 亿元同比增长 19%。公司稳健经营，2013 年-2018 年营业收入与归母净利润的复合增长率分别为 23%、25%；2019 年因收到非洲猪瘟疫情影响，生猪养殖行业处于低景气状态，动物保健行业整体业绩不及预期，但随着疫情得到控制，未来有望恢复并提升。

图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速



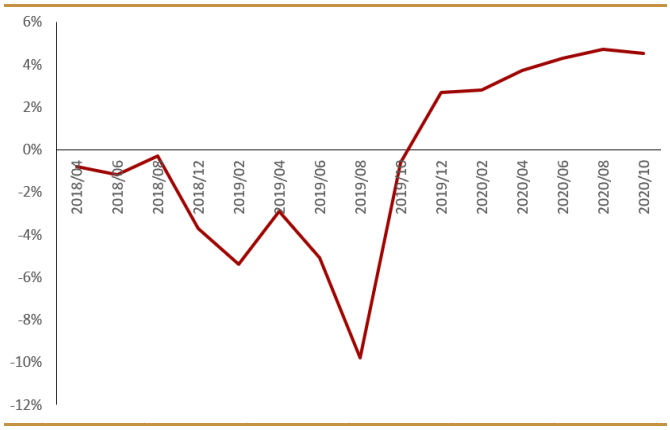
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：下游养殖带动动保产品需求

2.1 生猪养殖市场回温，疫苗需求随存栏量提升

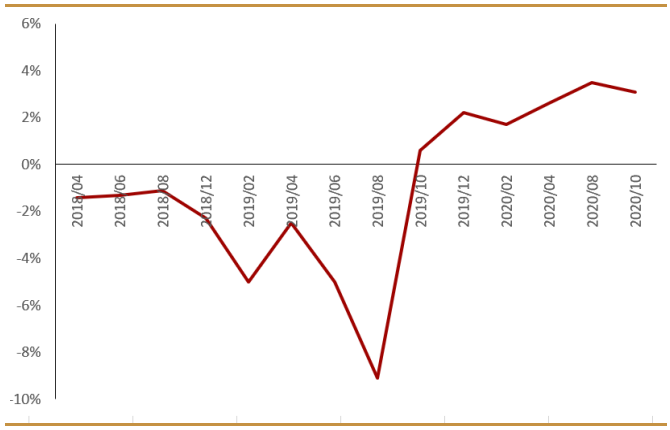
受非洲猪瘟以及新冠疫情影响，生猪存栏量以及出栏量大幅降低。自 2018 年起生猪存栏量与能繁母猪存栏量均大幅减少，月环比变动幅度在 2019 年 8 月达到-9.8%、-9.1%，当期数据显示生猪与能繁母猪存栏量同比变化-38.7%、-37.4%。2019 年 11 月，能繁母猪存栏量首次实现环比增加 0.6%，而后在 12 月，生猪存栏量也首次实现环比增长 2%。国家统计局公布数据显示，截至 2020 年三季度末，我国生猪存栏量达 37039 万头，同比增长 20.7%，能繁母猪存栏 3822 万头，同比增长 28%，能繁母猪已初步恢复至非洲猪瘟爆发前的九成水平。

图 5：自 2018 年起生猪存栏量月环比变动



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

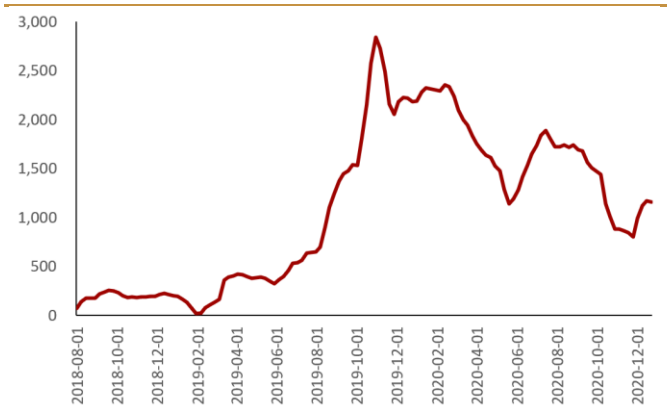
图 6：自 2018 年起能繁母猪存栏量月环比变动



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

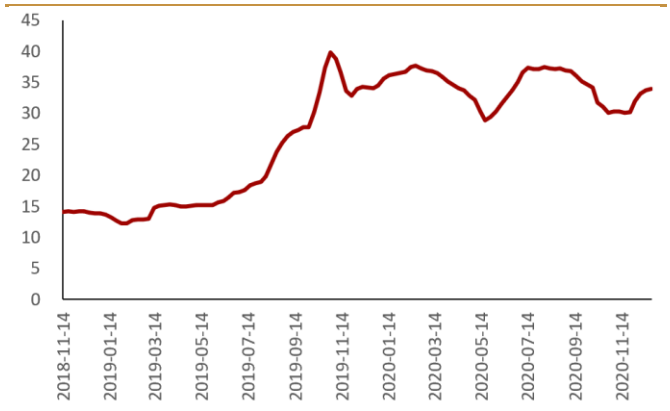
猪肉价格回落，但养殖补栏将持续。随着生猪与能繁母猪存栏量的提升，市场的猪肉价格得到有效控制，并且我国非瘟疫情现控制情况良好，市场整体应处于稳定小幅回升的状态。最新预估数据显示现生猪养殖利润约为 1161 元/头，相较于 2019 年 10 月底达到的峰值 2841 元/头降低了接近 60%，但整体相较于 2018 年不足千元的盈利预计，仍是在高位。生猪出场价格截止 2020 年 12 月 23 日，为 34 元/千克，相较于 2018-2019 整体平均在 13 元/千克左右的价格，可判断为高位。结合猪肉价格高位，盈利预期回调，但两者都高于历史水平的情况分析，未来养猪行业仍将补栏，但速度放缓，逐渐趋于饱和。

图 7：2018-2020 年 12 月单头猪盈利预期（元/头）



数据来源：wind，西南证券整理

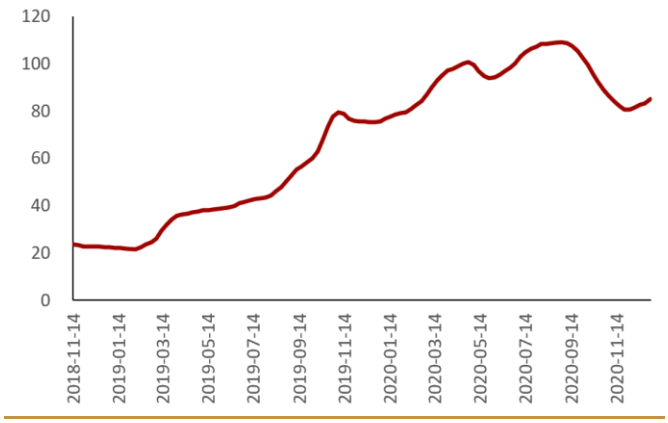
图 8：2018-2020 年 12 月生猪出场价走势（元/千克）



数据来源：choice，西南证券整理

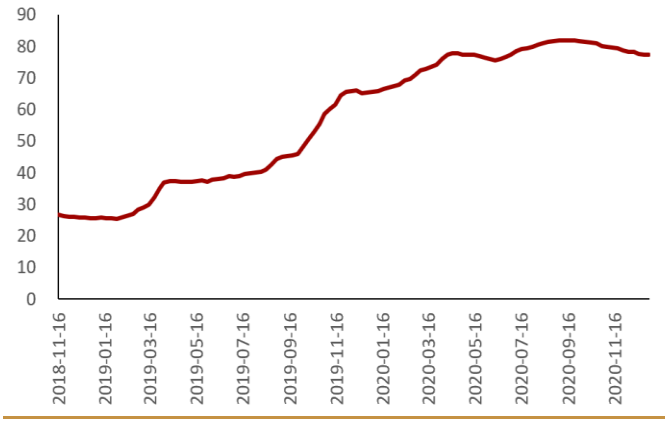
结合仔猪与二元母猪的价格走势分析，判断养殖户补栏热情维持高位。市场上养殖散户进行补栏时选择仔猪，据统计显示 2020 年 12 月 30 日，全国仔猪平均价格为 84.9 元/公斤，自 2020 年 9 月下调后呈现小幅上升趋势，且现阶段仍维持在较高水平。而企业养殖在补栏时通常选择二元母猪，2020 年 12 月 31 日，二元母猪的价格为 77.4 元/公斤，相较于 2019 年 6 月价格接近翻倍。价格体现出仔猪与二元母猪的需求现仍较为旺盛，但短期内增速放缓。

图 9：2018 年 11 月-2020 年仔猪价格走势（元/公斤）



数据来源：wind，西南证券整理

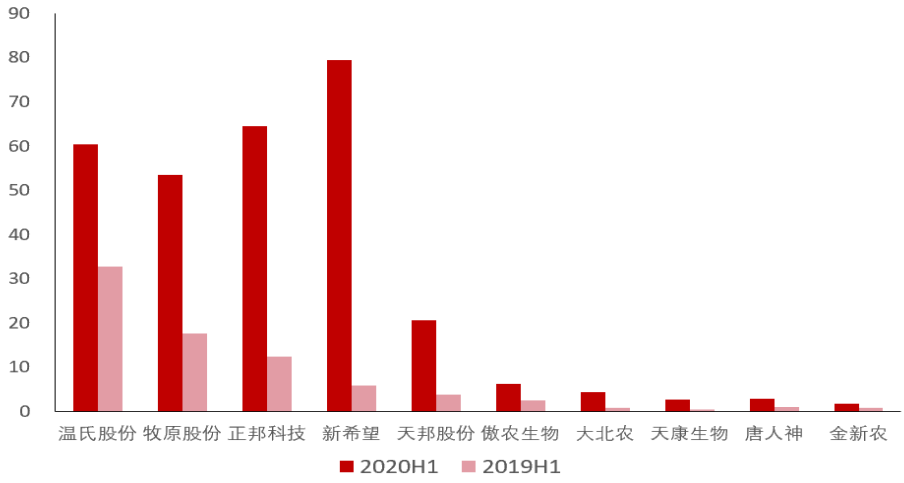
图 10：2018 年 11 月-2020 年二元母猪价格走势（元/公斤）



数据来源：wind，西南证券整理

补栏参与者主要为上市公司，规模养殖户。根据上市公司年报显示，2020 年上半年猪类养殖大型企业生产性生物资产相较于 2019 年同期均存在增长，增长数额最高可达 73 亿而增长幅度最高达 12 倍。预计未来仍有提升，但数量与幅度会有所下降。

图 11：2020 年 H1 龙头养殖企业生产性生物资产变动情况



数据来源：wind，西南证券整理

生猪养殖作为疫苗的下游行业，出栏量与存栏量的提升，预示着猪用疫苗的需求量扩大。2019 年全年的猪用疫苗收入为 108.4 亿元，假设疫苗价格维持稳定，考虑生猪养殖行情向好，保守估计生猪、能繁母猪存栏月环比增速 2%、1%，按照最新数据 2020 年 9 月生猪、能繁母猪存栏量分别为 3.7 亿头、3822 万头，预计 2021 上半年将恢复至同期正常水平，猪用疫苗市场需求将同比提升，公司业绩将因此增长，若考虑规模化养殖选用市场苗的价格更高，则收入提升会更多。

2.2 规模化养殖迅速发展，疫苗产业从中受益

政府强调环保要求，散户养殖难以满足条件。一直以来，我国的生猪养殖行业以小型养殖为主。按照中国每年出栏 6 亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有 12 亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。但自 2014 年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不离开市场。

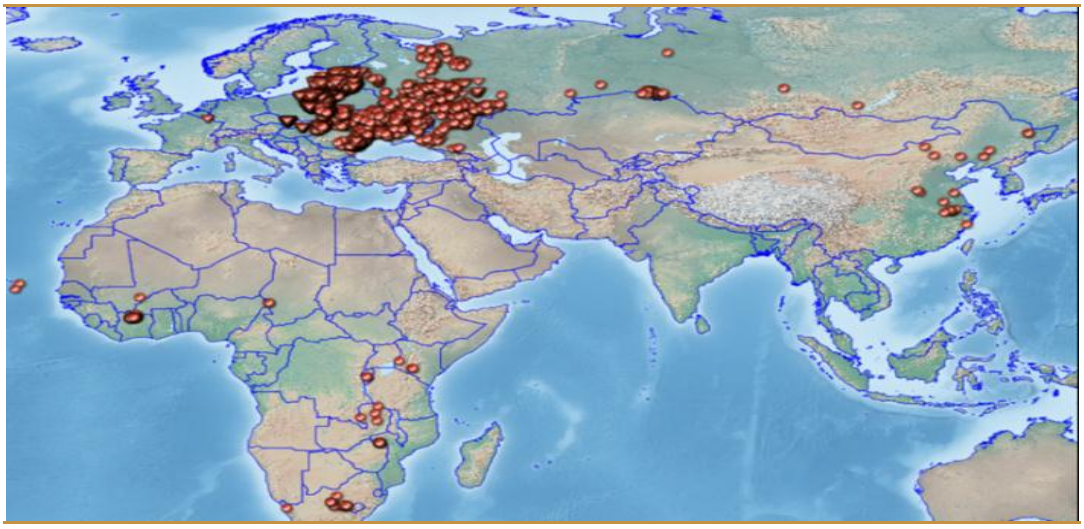
表 1：畜禽养殖环保政策要求

时间	政策	重点内容
2014.01	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确畜禽养殖应考虑到环境承载力，对畜禽养殖污染防治提出要求，科学确定养殖品种、规模、总量，明确禁养区划分标准、以及激励和处罚内容。
2015.01	《环保法》	进一步明确禽畜养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理管理应当符合有关法律法规规定。
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定禽畜养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的禽畜养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产县制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《"十三五"生态环境保护规划》	要求 2017 年年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

受非洲猪瘟以及年初新冠疫情双重打击，散户退出市场，规模化发展更进一步。1921 年非洲猪瘟首次出现在肯尼亚，是一种高致死性传染病。2017 年该病毒传入俄罗斯，2018 年 8 月首次出现在中国并在一个月时间内蔓延到全国各地，截止 2019 年 4 月，我国共发生猪瘟 129 起，捕杀生猪 102 万头。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到 100%，目前还没有可用于预防和治疗的疫苗，因此对防控工作要求很高。按照中国大陆相关法律法规，当确认非洲猪瘟的案例时，一般进行三项措施：扑杀、无害化处理、疫区建立与管理。2018 年 9 月农业农村部与财政部联合印发《关于做好非洲猪瘟强制扑杀补助工作的通知》中提到，为农户及地方不瞒报可能存在的疫情，对扑杀动物进行 1200 元/头的补偿。

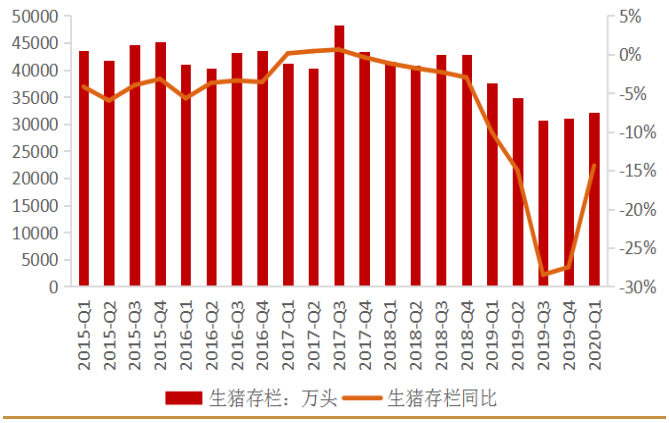
图 12：截止 2019 年全球非瘟分布情况



数据来源：维基百科，西南证券整理

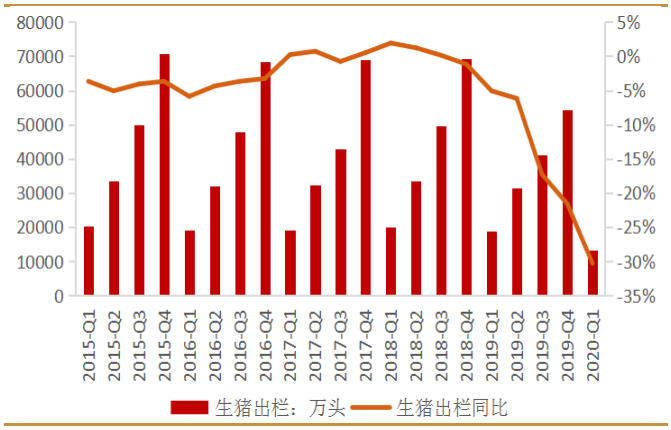
《2019 年国民经济和社会发展统计公报》显示，受非洲猪瘟的影响 2019 年末，我国生猪存栏 31041 万头，下降 27.5%；生猪出栏 54419 万头，下降 21.6%；全年猪肉产量 4255 万吨，下降 21.3%。

图 13：2015 年来我国生猪存栏量及同比变化



数据来源：choice，西南证券整理

图 14：2015 年来我国生猪出栏量及同比变化

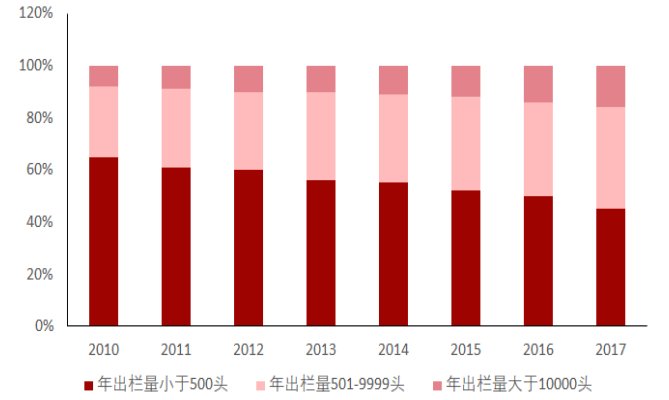


数据来源：choice，西南证券整理

龙头企业规模养殖，防控能力较强。据中国产业信息网数据显示，年产 500 头以上的规模养殖发生非洲猪瘟场点占比不足 10%，而年产 500 头以下的散户发生非洲猪瘟的场点占比达 30%。2020 年年初为防控新冠疫情采取的停工停产措施，致使饲料价格上升，生猪运输困难，最终降价处理，入不敷出。散户在此双重打击之下，退出市场，数量降低。

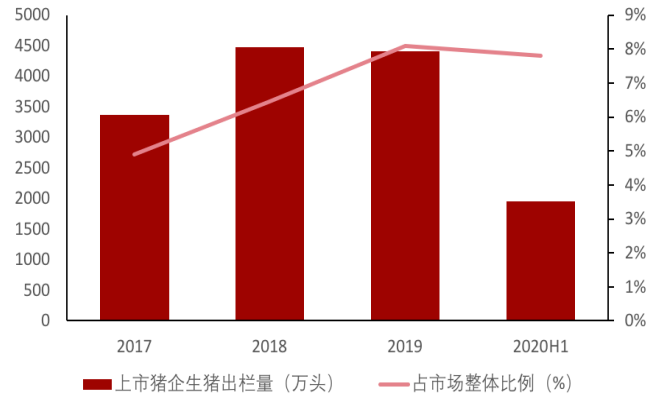
自 2015 年至 2019 年的五年内，中大型规模化养殖场的占比由 45%上升至 62%，比例快速提升主要原因在于,一方面散户减少使得猪类养殖场总数由 5000 万减少至 2600 万户，另一方面年出栏达 5 万头的大规模养殖场上升趋势明显，由 200 户左右上升至 450 户左右。而未来，行业集中度有望进一步提升，在 2017 年我国生猪养殖行业 CR10 仅为 6.9%，较美国同期 CR5 高于 30%的水平，仍存在集中空间。2017 年至 2020 年上半年，生猪出栏量较大的八家上市养殖公司（温氏股份、牧原股份、正邦科技、新希望、天邦股份、中粮肉食、大北农和傲农生物）占总生猪出栏量的比例有所提升，达到 8%左右。

图 15：不同规模生猪养殖场占比



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

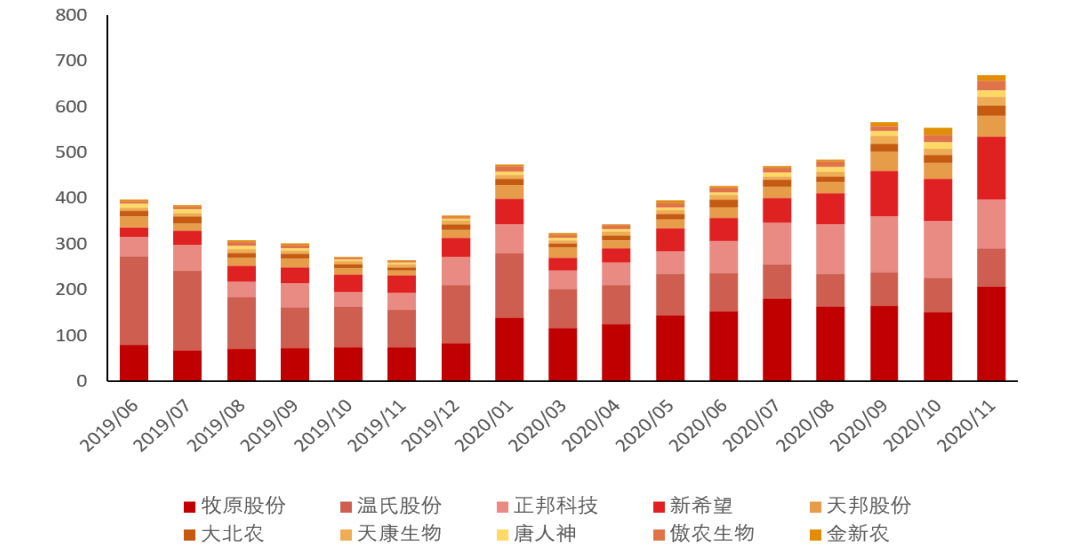
图 16：上市猪企生猪存栏量及市场占比情况



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

上市生猪养殖企业生猪出栏量分别在 2019 年 8 月以及 2020 年 2 月大幅下跌，可归结于两次疫情的影响。在 2019 年 11 月全国生猪与母猪存栏量上升后，12 月的生猪出栏量提升，而随着新冠疫情得到控制，生猪出栏量恢复速度快，2020 年 11 月整体达到 668.4 万头，适应市场能力明显强于散户养殖，规模化养殖稳定性优势有所体现。

图 17：2019 年 6 月至今上市猪企生猪出栏量（万头）



数据来源：wind，西南证券整理。注：因公司披露时间段不同，2020 年 1 月数据为 2020 年 1 月与 2 月合计总量

规模化养殖场更注重防疫，未来疫苗销售额将有提升。截止 2018 年统计数据显示，规模养殖生猪头均医疗防疫费为 20.2 元，较 2017 年增长 2.1%，占直接成本的比重约为 1.3%，而散户养殖生猪头均防疫费用为 15.8 元，较 2017 年降低 4%，占直接成本比重为 0.8%。根据上市公司年报，不同的大型养猪场防疫费用占直接成本比例波动幅度较小，最低 5%左右，最高可达 10%。在政府支持猪类养殖产业规模化的背景下，猪类健康更有保证，整体医疗防疫费用有所提升，猪用疫苗市场受此影响，未来销量将有所增加。

3 公司分析：保持现有优势，开拓宠物市场

3.1 行业壁垒高筑，龙头地位稳定

口蹄疫是由病毒所引起的偶蹄动物的一种急性、热性、高度接触性传染病。其症状为口腔黏膜、蹄部和乳房皮肤发生水疱。成年动物感染后可能会伴有数月无法恢复的体重减轻。口蹄疫可分为七个主型、65 个以上的亚型。其中 O 型口蹄疫为全世界流行最广的一个血清型，我国现流行的口蹄疫主要为 O 型、A 型。其作为我国五类强制接种免疫的疫病之一，疫苗按照销售体系可分为政府招标模式与市场直销模式。两者的市场份额接近，但因市场苗的价格为政采苗价格的数倍，所以数量上政采苗占比高。在大规模的养猪场中，通常采用政采苗与市场苗并用的方式。

生产条件要求严格，口蹄疫疫苗行业壁垒高。经农业部批准拥有口蹄疫疫苗生产资质的企业共有 8 家，分别为金宇保灵生物药品有限公司、中农威特生物科技股份有限公司、中牧实业股份有限公司兰州生物药厂、中普生物、天康生物股份有限公司、内蒙古必威安泰生物科技有限公司、申联生物医药（上海）、海利生物。生物安全防护共分为四个级别，从一级到四级防护级别逐渐增强。依据农业农村部规定，在 2020 年底前，生产口蹄疫疫苗的企业必须满足生物安全防护三级要求（P3），室内应处于负压状态，从而使内部气体不会泄漏到外面而造成污染，条件严格，达成的成本高，因此拥有较高的行业壁垒。

表 2：八家拥有口蹄疫生产资质的企业及主要产品

资格公司	主要产品
中牧实业	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株)；口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗(O/HB/HK/99 株+AF/72 株+Asia-1/XJ/KLMY/04 株，悬浮培养)；口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗(O/rV-1 株+A/rV-2 株)；猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)；猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗(多肽 98+93)；口蹄疫 O 型灭活疫苗(OS 株)；口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗(O/HB/HK/99 株+AF/72 株+Asia-1/XJ/KLMY/04 株)；口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/HB/HK/99 株+AF/72 株，悬浮培养)；猪口蹄疫 O 型病毒 3A3B 表位缺失灭活疫苗(O/rV-1 株)；猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗(多肽 0405+0457)
金宇保灵（生物股份子公司）	猪口蹄疫 O、A 二价灭活疫苗(Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株)；猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)；口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+Re-A/WH/09 株)；口蹄疫 O 型灭活疫苗(OJMS 株)
中农威特	猪口蹄疫 O、A 二价灭活疫苗(Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株)；猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株)；口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+Re-A/WH/09 株)；口蹄疫 O 型灭活疫苗(OJMS 株)；猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(O/MYA98/BY/2010 株+O/PanAsia/TZ/2011 株+Re-A/WH/09 株)；猪口蹄疫 O 型病毒 3A3B 表位缺失灭活疫苗(O/rV-1 株)；猪口蹄疫 O 合成肽疫苗(多肽 2600+2700+2800)；猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗(多肽 2600+2700+MM13)
天康生物	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株)；猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/MYA98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)；猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗(多肽 TC98+7309+TC07)；口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株)；猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗
申联生物	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株) 猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗(多肽 2700+2800+MM13)
海利生物	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株)；口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株)；猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/MYA98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)

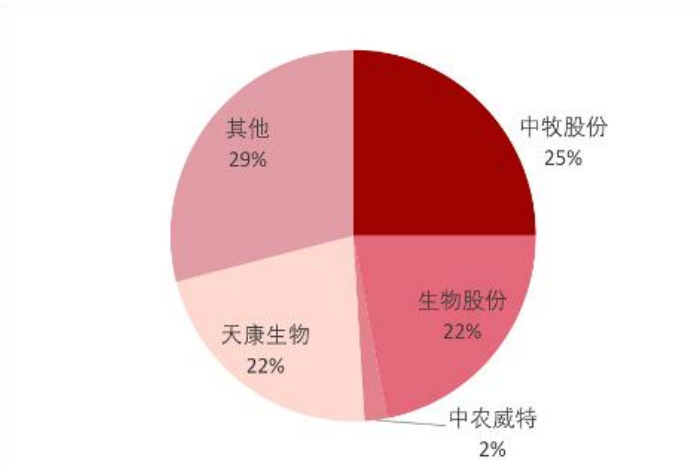
资格公司	主要产品
必威安泰	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)；口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株)
中普生物	猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗(OHM/02 株+AKT-III 株)

数据来源：各公司官网，西南证券整理

生物股份研发科技领先，产品优质。公司作为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，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标准，降低了免疫过程中的副反应。公司采用口蹄疫抗原含量 146S 检测技术，提高抗体检测的准确性，缩短配苗时间，融合 MES 与 COMOS 系统实现智能制造，使产品质量与生产效率同步提高，推动国内兽用疫苗的转型升级。公司口蹄疫核心产品为金 OA，是猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株），其抗原谱广，专门针对流行毒株进行防控，利用基因工程改造种毒从而达到抗原纯且含量高、杂志蛋白低的效果，全效期内抗原持续稳定，保护力坚实，保护期长。

公司保持市场苗领先地位，并持续推进市场苗渠道，若保持现状，考虑生猪存栏量提升，预计未来口蹄疫收入存在上升空间。2019 年全年我国猪用疫苗收入下跌至 108.4 亿元，按口蹄疫占比 35%估计，口蹄疫疫苗收入约为 37.9 亿元，结合生猪养殖行情向好，2020 年业绩上行空间大，且未来市场苗普及率提升，市场空间进一步扩大。2019 年公司市场苗占有率靠前，政采苗方面在八家拥有口蹄疫疫苗生产资格的企业中位列第二，实现政府招标总销售量 4.6 亿毫升。在潜在竞争者难以进入市场的情况下，维持现有格局可为未来业绩提供有力支撑。

图 18：2019 年口蹄疫政采苗市场结构



数据来源：choice，西南证券整理

3.2 丰富产品矩阵，创新科技服务

公司自 2009 年推出高端口蹄疫疫苗后，不断完善产品线，扩宽产品矩阵，现已形成以口蹄疫疫苗与高致病性禽流感疫苗为核心产品，涵盖有猪用、禽用和反刍类动物疫苗能针对市场上流行的主要禽畜疾病进行防范的多样产品线。公司的生物制品业务主要由子公司金宇

保灵、扬州优邦、辽宁益康、金宇共立运营。金宇保灵产品覆盖口蹄疫、猪瘟、布病、伪狂犬等畜用疫苗；扬州优邦则涵盖禽用疫苗及圆环，猪蓝耳、细小病毒疫苗等；公司于 2017 年成为益康生物第一大股东，其拥有禽用、猪用、反刍类和宠物等近 60 个生产文号；而金宇共立则为公司与日本共立制药合资成立，主要对宠物用动保产品进行研发和生产。

表 3：公司不同板块主要产品

受用对象	主要产品
猪用疫苗	金 OA：猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株） 保蹄灵：猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株) 猪口蹄疫 O 型灭活疫苗(OZK/93 株+OR/80 株) 感乐优：猪流感二价灭活疫苗(H1N1LN 株+H3N2HLJ 株) 温康：猪瘟活疫苗（传代细胞源） 喜得康：猪细小病毒病灭活疫苗（NJ 株） 蓝精灵：猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（R98 株） 圆康：猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（DBN-SX07 株） 圆立优：猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗（CP08 株） 伪狂宁：猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（C 株） 蓝立优：猪繁殖与呼吸综合征嵌合病毒活疫苗（PC 株） 伪狂犬病活疫苗（Bartha-K61 株） 猪瘟、猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病三联活疫苗 政府采购专用猪瘟活疫苗（细胞源） 细净优：猪细小病毒病灭活疫苗（BJ-2 株） 猪丹毒活疫苗（GC42 株） 猪多杀性巴氏杆菌病活疫苗（679-230 株） 仔猪副伤寒活疫苗（C500 株） 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗(YZ 株) 仔猪大肠杆菌病基因工程灭活疫苗（GE-3 株） 仔猪水肿病灭活疫苗
禽用疫苗	禽多杀性巴氏杆菌并灭活疫苗(1502 株） 禽流感(H9 亚型）灭活疫苗(NJ01 株) 重组新城疫病毒灭活疫苗(A-Ⅶ株) 鸡传染性支气管炎活疫苗(H120 株） 鸡减蛋综合征灭活疫苗(京 911 株） 鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征、禽流感（H9 亚型）四联灭活疫苗(La Sota 株+M41 株+HS25 株+HZ 株) 鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征三联灭活疫苗（Clone30 株+M41 株+AV127 株） 鸡新城疫、传染性气管炎、禽流感（H9 亚型）三联灭活疫苗(La Sota 株 + M41 株 +L 株) 鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗(La Sota 株+H120 株) 鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗(La Sota 株+H52 株) 鸡新城疫、传染性法氏囊病二联灭活疫苗(La Sota 株+HQ 株) 鸡新城疫、减蛋综合征二联灭活疫苗(La Sota 株+京 911 株) 鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗(La Sota 株 + JY 株) 鸡新城疫灭活疫苗
反刍类疫苗	口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010 株+Re-A/WH/09 株） 哞乐优：牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎二联灭活疫苗(NMG 株+LY 株) 山羊痘活疫苗 布氏菌病活疫苗（A19 株） 口蹄疫 O 型灭活疫苗（OJMS 株） 布氏菌病活疫苗（S2 株） 羊快疫、猝狙、羔羊痢疾、肠毒血症三联四防灭活疫苗 哞乐优：羊快疫、猝狙、羔羊痢疾、肠毒血症三联四防灭活疫苗

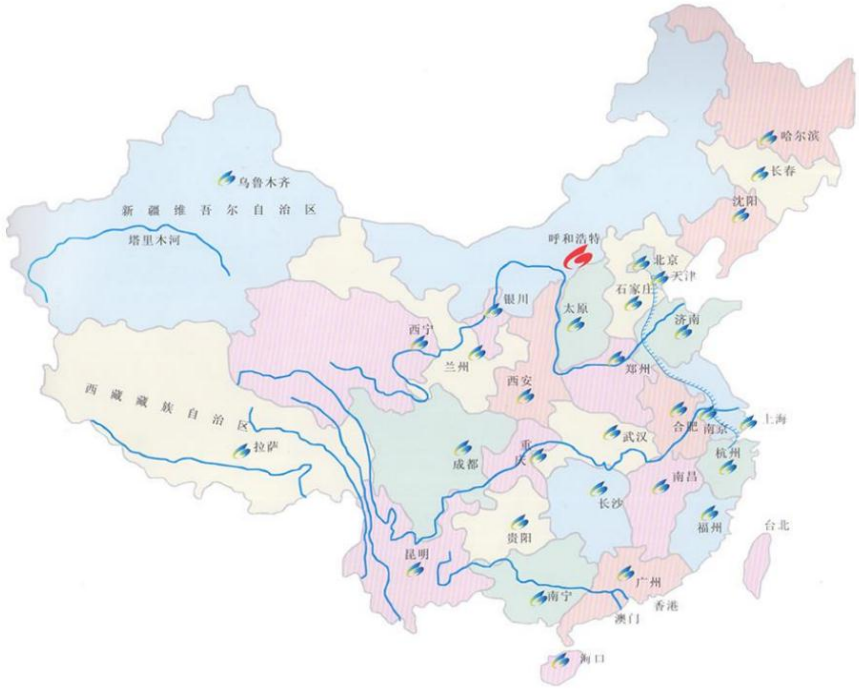
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司积极拓展海外市场，于 2019 年成立国际业务部，关注国内外疫病流行情况和相关疫苗研发技术前沿，积极开展口蹄疫疫苗出口工作，逐步提升国际业务对公司利润的贡献率。金宇保灵获得农业农村部批准生产专供出口的口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗，有利于公司拓展海外销售市场；开展了巴基斯坦、越南、俄罗斯等国家的产品出口注册，实现了重组禽流感疫苗出口埃及和伊朗。

纵向拓宽研发渠道，获批参与种毒研究。2019 年中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可了金宇生物科技产业园动物生物安全三级实验室（ABSL-3）的生物安全性，之后实验室获得了从事高致病性病原微生物（口蹄疫、非洲猪瘟）分离、鉴定与培养，以及牛、羊、猪、鼠等大中小型动物感染实验的资质。2020 年 2 月，农业农村部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。公司从动物疫苗的工业化生产端走向了上有种毒的研究环节，结束了研发与生产分离的状态，使整体的研发与疫苗制备水平更上一层台阶。

销售策略方面，公司采取直销、经销与政府采购三种方式并行的策略。在大客户直销方面，公司明确其规模较大、经营情况稳定、防疫意识强的特点，在销售产品的基础上提供具有针对性的疾病防控方案，进一步稳定公司逐年积累的规模客户优势，巩固市场地位。另一方面公司充分了解目前国内养殖的规模化程度相对分散的情况，结合不同区域养殖特点和产品类型通过符合 GSP 资质的经销商销售模式，实现公司渠道下沉过程中“最后一公里”的目的，为当地中小养殖场提供服务，现网络已覆盖我国绝大多数地区。

图 19：公司全国销售网络分布图



数据来源：公司官网，西南证券整理

营销时公司始终以客户需求为发展核心，辅以科技手段从而达到最终目的。非洲猪瘟疫情期间，在下游客户端遭受损失承担风险时，公司承担社会责任，成功举办非洲猪瘟防控国际研讨会，搭建客户与全球专家的沟通桥梁，为养殖场提供非洲猪瘟疫病诊断检测服务和设计复养生物安全方案，使养殖场在疫情防控中科学施策，精准防疫，安全复养；针对不同区

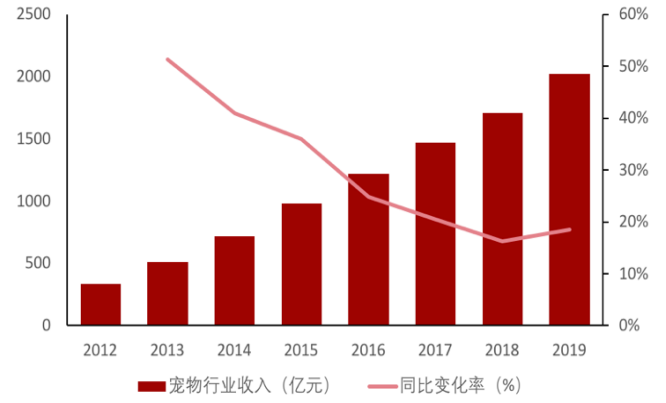
域养殖场免疫程序方面的临床痛点，结合自身产品特点和组合免疫数据经验，满足客户“一针多防、无针多防”的需求，具体实施为将公司口蹄疫疫苗作为稀释液稀释伪狂犬，而后再稀释猪瘟，最终形成“一针三防”的组合效果，减少与生猪接触感染的风险，提高防疫工作效率。

公司紧跟大数据时代发展步伐，在行业内率先提出并搭建“智慧防疫”系统。及时跟踪国际、国内疫情动态，以线上线下兽医团队诊断检测，养殖环境评估等为依据，综合考量历年来不同地域、不同季节、不同规模养殖场的个性化数据，建模计算，做出防疫无疫、未雨绸缪的疫病防控整体解决方案。并且通过物联网建立动物养殖健康档案和肉蛋奶食品安全可追溯体系，提升养殖场动物健康和食品安全的品牌价值。

3.3 把握“小动物”机遇，提高市场竞争力

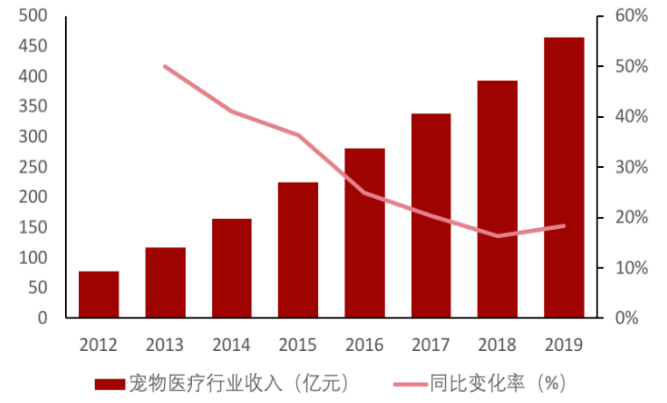
宠物行业是由宠物活体、宠物食品、宠物医疗、宠物美容、宠物用品为主要构成的与宠物有关的所有行业的统称，在宠物活体方面仍然以犬类和猫类为主。宠物行业上市公司现数量较少，而前景广阔。我国宠物市场自 2012 年以来规模不断扩大，2018 年宠物市场消费规模达 1708 亿，同比增长 16.2%，其中宠物狗市场规模 1056 亿元，宠物猫市场规模 652 亿元，2019 年市场消费规模达 2024 亿元，同比增速为 18.5%。随着宠物渗透率提高，人们对于宠物健康的重视程度也在不断提高，国人对宠物的健康支出也在持续增加，2019 年中国宠物医疗市场规模达 465.5 亿元，相较于 2018 年上涨 18.3%。

图 20：宠物行业收入及同比变化率



数据来源：《中国宠物行业白皮书》，西南证券整理

图 21：宠物医疗市场规模及同比变化



数据来源：《中国宠物行业白皮书》，西南证券整理

公司在 2016 年成立金宇美国，2019 年和日本最大的动保公司日本共立合作设立金宇共立，从而整合全球宠物用疫苗研发资源。截至 2020 年，生物股份已获得狂犬病灭活疫苗生产批准文号，其产品效价高，每头份疫苗抗原含量高于国际标准，达 6IU 以上；采用先进的复合佐剂，抗体维持时间长；使用安全，免疫副作用。除此以外还有犬瘟热、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。

目前我国宠物疫苗以犬用和猫用为主，虽然进口疫苗的价格高于国产，但因其品牌知名度、免疫效果更优，其在我国宠物疫苗市场中所占份额较大，高端市场几乎被硕腾、英特威、勃林格等国际知名大厂把持。公司现已意识到宠物用疫苗潜在的巨大市场，并向此方向开拓发展，这有望成为未来长期业绩增长点。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1：根据现有生猪及能繁母猪存栏量，假设未来三年整体生猪存栏量增长率为 25%/30%/25%；结合中国畜牧业协会提供的数据，预计 2020-2022 年家禽存栏量增幅为 6%/4%/4%。

假设 2：生物制品板块，目前生猪养殖回暖，养殖户补栏热情高，且规模化养殖顺利发展。结合口蹄疫疫苗需求量增加，公司市场苗市场占比提升的情况，维持现有猪用及禽用疫苗业务结构，预计 2020-2022 年板块整体销量增速为 30%/40%/30%，维持现有售价，相应的毛利率分别为 68%/70%/70%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
生物制品	收入	1077.16	1400.3	1960.4	2548.6
	增速	-41.6%	30.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	64.3%	68.0%	70.0%	70.0%
其他	收入	42.52	46.8	51.4	56.6
	增速	-10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	1126.8	1447.1	2011.9	2605.2
	增速	-40.6%	28.4%	39.0%	29.5%
	毛利率	62.3%	66.4%	68.7%	68.9%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取动物保健行业中的三家主流公司，其中科前生物 2020 年上市，2019 年普莱柯和中牧股份平均 PE 为 47 倍，2021 年平均 PE 为 26 倍。考虑到行业景气度提升叠加公司经营持续改善，稳定的行业领先地位，我们给予溢价，予以公司 2021 年 35 倍 PE，“持有”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603566	普莱柯	20.34	0.34	0.63	0.83	1.06	55.68	33.05	25.13	19.54
688526	科前生物	36.95	0.67	0.89	1.23	1.52	-	44.17	31.94	25.81
600195	中牧股份	12.89	0.30	0.55	0.58	0.68	38.08	23.38	22.29	18.95
平均值							46.88	33.53	26.45	21.43

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

非洲猪瘟疫情反弹；市场销售情况不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1126.78	1447.08	2011.88	2605.15
营业成本	424.63	485.52	629.29	809.84
营业税金及附加	18.50	18.01	27.29	36.84
销售费用	218.34	238.77	321.90	351.70
管理费用	112.85	180.89	201.19	234.46
财务费用	-17.83	0.56	0.71	0.98
资产减值损失	-55.44	20.00	15.00	15.00
投资收益	-1.23	23.00	23.00	23.00
公允价值变动损益	44.99	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	253.61	526.34	839.51	1179.33
其他非经营损益	-0.11	-0.06	-0.04	-0.07
利润总额	253.50	526.28	839.47	1179.26
所得税	26.61	72.86	112.07	148.16
净利润	226.89	453.42	727.40	1031.10
少数股东损益	5.85	11.70	18.77	26.60
归属母公司股东净利润	221.04	441.72	708.64	1004.50

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	226.89	453.42	727.40	1031.10
折旧与摊销	107.54	91.00	91.00	91.00
财务费用	-17.83	0.56	0.71	0.98
资产减值损失	-55.44	20.00	15.00	15.00
经营营运资本变动	685.09	41.07	-243.47	-212.27
其他	-541.01	-26.40	-46.30	-33.85
经营活动现金流净额	405.24	579.65	544.34	891.97
资本支出	-331.20	0.00	0.00	0.00
其他	744.31	23.00	23.00	23.00
投资活动现金流净额	413.11	23.00	23.00	23.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	12.50	0.00	0.00	0.00
股权融资	-472.82	0.00	0.00	0.00
支付股利	-386.47	-44.21	-88.34	-141.73
其他	0.29	-25.69	-0.71	-0.98
筹资活动现金流净额	-846.50	-69.90	-89.06	-142.71
现金流量净额	-28.09	532.75	478.29	772.26

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1108.51	1641.26	2119.55	2891.81
应收和预付款项	655.87	662.27	1004.18	1332.91
存货	245.29	264.81	358.38	461.32
其他流动资产	683.87	687.11	692.82	698.82
长期股权投资	265.46	265.46	265.46	265.46
投资性房地产	114.48	114.48	114.48	114.48
固定资产和在建工程	1649.16	1573.93	1498.69	1423.45
无形资产和开发支出	650.54	635.35	620.15	604.95
其他非流动资产	212.68	212.11	211.54	210.98
资产总计	5585.88	6056.78	6885.26	8004.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	447.10	523.04	686.76	884.04
长期借款	15.08	15.08	15.08	15.08
其他负债	254.60	240.49	266.19	298.46
负债合计	716.78	778.61	968.03	1197.58
股本	1126.24	1299.44	1299.44	1299.44
资本公积	881.01	707.81	707.81	707.81
留存收益	2779.89	3177.40	3797.69	4660.47
归属母公司股东权益	4647.28	5044.65	5664.95	6527.72
少数股东权益	221.82	233.52	252.28	278.88
股东权益合计	4869.10	5278.17	5917.23	6806.60
负债和股东权益合计	5585.88	6056.78	6885.26	8004.19

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	-40.59%	28.43%	39.03%	29.49%
营业利润增长率	-71.48%	107.54%	59.50%	40.48%
净利润增长率	-69.73%	99.84%	60.43%	41.75%
EBITDA 增长率	-63.86%	79.98%	50.71%	36.52%
获利能力				
毛利率	62.32%	66.45%	68.72%	68.91%
三费率	27.81%	29.04%	26.04%	22.54%
净利率	20.14%	31.33%	36.16%	39.58%
ROE	4.66%	8.59%	12.29%	15.15%
ROA	4.06%	7.49%	10.56%	12.88%
ROIC	6.52%	15.91%	24.33%	31.22%
EBITDA/销售收入	30.47%	42.70%	46.29%	48.80%
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.25	0.31	0.35
固定资产周转率	1.15	1.25	1.86	2.59
应收账款周转率	1.68	2.55	2.81	2.57
存货周转率	1.40	1.80	1.90	1.90
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.25%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	12.83%	12.86%	14.06%	14.96%
带息债务/总负债	2.10%	1.94%	1.56%	1.26%
流动比率	4.92	5.34	5.22	5.23
速动比率	4.47	4.90	4.78	4.79
股利支付率	174.84%	10.01%	12.47%	14.11%
每股指标				
每股收益	0.20	0.39	0.63	0.89
每股净资产	4.13	4.48	5.03	5.80
每股经营现金	0.36	0.51	0.48	0.79
每股股利	0.34	0.04	0.08	0.13

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	343.32	617.90	931.22	1271.31
PE	100.12	50.10	31.23	22.03
PB	4.76	4.39	3.91	3.39
PS	19.64	15.29	11.00	8.49
EV/EBITDA	57.79	36.71	23.85	16.86
股息率	1.75%	0.20%	0.40%	0.64%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn