



口蹄疫疫苗仍有 100%增长空间

中信证券研究部

2015 年 1 月 8 日

施亮

电话：010-60838274

邮件：liangshi@citics.com

执业证书编号：S1010510120044

刘洋

电话：010-60838897

邮件：lyocean@citics.com

盛夏

电话：010-60838155

邮件：xsheng@citics.com

联系人：吴尚阳

电话：010-60836735

邮件：wushangyang@citics.com

投资评级

买入（维持）

当前价：35.79 元

目标价：48.00 元

事项：

冬季来临，全国多数地区不断有口蹄疫疫情发生，虽尚未出现大面积爆发的情况，但仍刺激了养殖户对相关疫苗的需求。近期，我们对金宇集团的情况进行了跟踪，具体点评如下：

评论：

口蹄疫疫苗竞争小，金宇具备先发优势

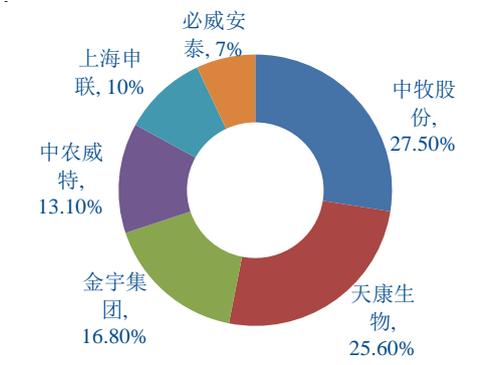
口蹄疫由于毒性高、扩散性强，其毒株资源被控制在国有科研院所手里，生产企业需要申请购买基础毒株。目前，全国仅有 6 家口蹄疫疫苗企业具备生产资质，而由于其高毒特性，未来农业部发放新增企业资质的概率很小。因此，在这个约 80 亿元的单品疫苗市场里，企业之间仍处于良性竞争，拼的是品质，而不是价格。

图 1：金宇集团生物制品历史收入及预测（万元）



资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

图 2：2013 年口蹄疫疫苗销量占比（招标+市场）



资料来源：中信证券研究部根据调研信息整理

在上述 6 家公司中，金宇集团作为行业里首个采用悬浮培养技术的公司，在生产工艺上具备先发优势，至少领先可比公司 2-3 年，现在公司在相关生产设备的参数调节上有成熟经验。我们认为，虽然前端毒株筛选还要靠科研院所、高校等研发资源，但公司在生产环节仍具备技术领先优势，并有望巩固其产品质量第一的地位。

此外，我们在 2014 年初的草根调研中发现，公司口蹄疫疫苗产品近两年的销售出现了供不应求的现象，一方面说明公司产品质量得到认可，另一方面说明其产能存在瓶颈。不过，公司根据战略规划，已经将现有 1000L 的产能（悬浮培养罐）扩大至 20000L 以上。因此，从规模上来看，金宇同样具备领先优势，在口蹄疫疫苗需求快速增长、公司产品受到追捧的背景下，产能上量将助推其销售迅速上量。

我们认为，口蹄疫疫苗产品竞争小、市场规模大，目前仍是一片蓝海。在市场苗需求快速增长的同时，拥有先发优势、品质优势、产能优势的金宇集团将可能最为受益。

A 型口蹄疫正流行，市场空间足够大

2013 年之前，我国流行的口蹄疫类型主要为 O 型疫病，但自 2013 年广东茂名地区某猪场确诊 A 型口蹄疫病例后，我国多地猪场已开始做 O 型、A 型口蹄疫免疫工作。此外，青海、西藏和新疆等地也发生了多起牛 A 型口蹄疫疫情，且入冬之后，疫情进一步扩大。同时，使用最多的疫苗为口蹄疫 O-A-亚洲 1 型三价灭活苗。

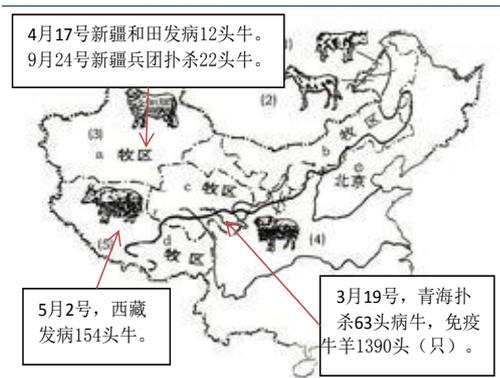
表 1：2013 年以来，部分 A 型口蹄疫代表事件

时间	地点	事件
2013 年 2 月 18 日	广东省茂名市	扑杀并无害化处理生猪 948 头，紧急免疫猪 3 万头
2013 年 5 月 10 日	新疆乌鲁木齐市	扑杀并无害化处理 331 头病牛及同群牛
2013 年 6 月 3 日	云南香格里拉县	扑杀并无害化处理 1767 头病牛及同群牛
2014 年 6 月 23 日	江苏省宿迁市	扑杀并无害化处理病猪 90 头
2014 年 9 月 15 日	西藏拉萨市	扑杀并无害化处理 33 头病牛及同群牛

资料来源：新牧网，中信证券研究部

我们认为，主导三价苗需求增长的原因共有三点：1) 其是市场上仅有的含 A 型毒株的口蹄疫疫苗，新增需求的猪场较多；2) 对原有的疫苗产品形成的大部分替代，如口蹄疫 O-亚洲 1 型二价苗等；3) 产品质量突出，公司悬浮培养产品可同时做招标和市场苗销售。

图 3：2013 年我国牧区发生的 A 型口蹄疫案例



资料来源：农业部，中信证券研究部

图 4：口蹄疫疫苗分类，O-A 型二价苗将是重点

单价苗	二价苗	三价苗
<ul style="list-style-type: none"> ○型灭活苗 ○型合成肽 •A型口蹄疫疫苗 	<ul style="list-style-type: none"> •○型-亚洲 I 型二价灭活疫苗 •○型-A 型二价灭活疫苗 	<ul style="list-style-type: none"> •○型、A 型-亚洲 I 型三价灭活苗

资料来源：中信证券研究部

我们预期，由于亚洲 1 型口蹄疫在我国已多年未被发现，未来有望从疫苗中被剔除，并研发出口蹄疫 O-A 型二价灭活苗，且未来可能再次替代现有的三价苗。而短期 1-2 年内，口蹄疫 O、A 型-亚洲 I 型三价疫苗有望成为强制免疫的首选疫苗产品。

表 2：口蹄疫疫苗市场规模测算（未来 3-5 年）

	饲养量 (亿头只)	疫苗总需求 (亿头份)	招标苗	单价 (元/头份)	招标 金额	市场苗 (亿头份)	单价 (元/头份)	市场 金额	总额 (亿元)
牛	1.50	2.25	2.14	2.00	4.28	0.11	12.00	1.35	5.63
羊	5.50	8.25	7.84	1.00	7.84	0.41	6.00	2.48	10.31
生猪	10.00	20.00	14.00	0.75	10.50	6.00	7.50	45.00	55.50
种猪	0.75	2.25	1.13	0.75	0.84	1.13	7.50	8.44	9.28
口蹄疫疫苗市场规模					23.46			57.26	80.72

资料来源：农业部，中信证券研究部测算 注：无论招标苗或市场苗，我们均假设平均注射量为 2 头份/年。

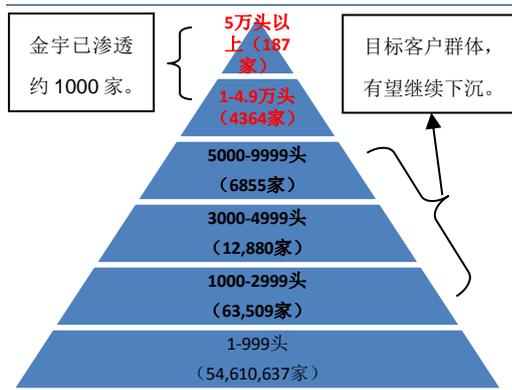
市场空间方面，通过分项测算，预计猪、牛、羊用口蹄疫疫苗的市场规模可达 80 亿元。其中，牛羊用量上，我们假设未来整体饲养规模的 5%（即 750 万头牛、2750 万只羊）具有市场苗需求；而生猪、种猪用量上，我们分别假设未来 30%（即 2.25 亿头生猪）、50%（即 5700 万头母猪）的规模饲养量是市场苗的潜在客户群体。

从发展节奏上来看，未来 2 年口蹄疫市场苗的规模将快速增长。目前全国口蹄疫市场苗的销售规模约为 6.5 亿元，对应约 3250 万头生猪，即 13% 的渗透率。我们预计，随着 2015 年各家企业悬浮培养技术的上线，以及养殖行情高企，口蹄疫市场苗的渗透将加速提升至 19%（即 10 亿元），至 2016 年有望提升到 30%（即 16 亿元）。另外，2015 年蓝耳、猪瘟等疫苗的招标信息至今未公布，或在明年退出招标体系，如果将蓝耳和猪瘟疫苗原有的招标金额（共约 25 亿元）用于提升口蹄疫、禽流感等招标苗的单价，预计口蹄疫疫苗的单价有望提升 50% 至 0.75 元/ml（1.5 元/头份），即有望为口蹄疫招标苗市场提供约 9 亿元的增量，并提升整体市场规模至 89 亿元。

对于金宇集团而言，其市场苗收入的增长，目前主要源于对大中型养殖场的开拓。统计数据显示，全国 5 万头以上规模的养殖场共 187 家，1-4.9 万头规模的养殖场共 4364 家，合计约 4500 家。而目前仅有 1000 家养殖场成为公司的客户，且部分客户的产品渗透率仅为 30%，保守假设公司现有客户均为养殖规模最高的猪场，其余 3500 家养殖场的平均规模为 1.5 万头，万头以上养殖户的市场规模仍有 10 亿元左右的空间。

中长期来看，随着公司产品渗透率的提升，未来规模化养殖比例的增加，以及公司产品继续下沉至 1000-9999 头的生猪规模养殖客户群，对应约 1.7 亿头生猪，合约 34 亿元口蹄疫市场苗的潜在规模。

图 5：我国生猪养殖结构及金宇集团渗透程度



资料来源：《2013 年中国畜牧业年鉴》，中信证券研究部

图 6：我国大、中型猪场分布图(1000-5 万头)



资料来源：《2013 年中国畜牧业年鉴》，中信证券研究部

综合来看，牛、羊、生猪用口蹄疫疫苗的整体市场规模可达 80 亿元，就目前约 25 亿的市场规模仍有 220% 的增长空间。我们认为，规模化养殖场需求依然旺盛，尤其是被资本市场低估的大中型养殖场（1-5 万头），才是疫苗需求的中坚力量。2011-13 年，进口疫苗和本土高端疫苗均以超大型养殖场（5 万头以上）为主要销售目标，而对大中型养殖场开发不足。

我们认为，超大型客户已分割完毕，大中型养殖场将是疫苗企业未来几年的主战场，而金宇集团凭借先发优势、质量优势、产能优势将稳居口蹄疫市场苗龙头的地位。预计上述市场份额有望在未来 3 年内被公司逐步渗透，且假设公司占据口蹄疫疫苗市场 30% 的份额，对应销售规模为 22.5 亿元，较市场预期公司 2014 年 10 亿元的销售额，仍然有 100% 以上的增长空间，也足以支撑公司未来几年的业绩增长。

产品储备将陆续释放，市场苗利润逐步提高

猪圆环疫苗：已成为非强免疫苗中需求较大的品种，市场规模约 15-20 亿元。若公司采取技术合作，圆环疫苗产品或最快于 2015 年上半年落地，之后 2 年有望贡献 1.5 亿元收入。

禽苗业务：公司若采取外延式扩张或技术合作，最快有望于 2015 年弥补禽类疫苗产品缺失，且三年内或达 1 亿元收入，对应 5% 招标市场份额。

口蹄疫 O-A 型二价苗：由于公司已拥有口蹄疫 O-A-亚洲 1 型三价苗，因此二价苗的产品研发和生产技术障碍并不高，上市时点主要取决于审批环节的节奏，金宇 O-A 二价苗有望于 2015 年下半年或 2016 年上市。

布病基因工程苗：有望在 2016 年上市，且招标单价有望提升至 2 元/头份（公司年均招标量约为 1 亿头份），届时布病收入有望由目前 1000 万元提高至 1 亿元左右。

BVD+IBR 二联疫苗：公司牛病毒性腹泻（BVD）和牛传染性鼻气管炎（IBR）二联苗也将结束临床阶段，同样有望在 2016 年上市销售。BVD 和 IBR 病会导致奶牛产奶量大幅下降 50%以上，养殖场需求极大，但苦于进口苗定价过高，养殖户使用率较低。预计公司二联苗上市后将受到奶牛养殖户青睐，且市场空间将达到亿元级别。

综合来看，预计公司未来两年仍有 4-5 款新品种落地，并以市场苗销售为主，如果看净利率指标，招标苗一般在 25%-30%左右，市场苗可达到 30%-35%以上。因此，市场苗收入占比提升的同时，将顺势提升金宇集团的整体毛利率和净利率。公司作为行业市场苗的领跑者，其市场苗的收入占比将不断提升，有望在口蹄疫疫苗高速增长的基础上，确保公司业绩的平均增速保持在 40%左右。

风险因素：

猪价回升低于预期；大规模生猪疫病爆发；公司疫苗销售不及预期。

投资建议：

预计口蹄疫疫苗的市场规模可达 80 亿元，金宇凭借技术、质量和品牌优势将继续扩大市场份额，预计未来 3 年公司猪/牛/羊口蹄疫招标苗+市场苗收入仍有 100%以上的增长空间。我们认为，在口蹄疫疫苗高速增长基础上，金宇有望陆续推出圆环、布病、O-A 型口蹄疫二价苗、BVD+IBR 二联苗、禽苗等新品，且市场苗收入占比有望将提高至 50%以上，顺势提升公司整体的毛利率和净利率。预计公司 2015-16 年净利润平均增速在 35%左右，维持 2014/15 年 EPS 为 1.26/1.63 元的盈利预测，上调 2016 年 EPS 预测至 2.10 元（原为 1.96 元），目标价 48.00 元。

表 3：金宇集团盈利预测表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	556	671	1,006	1,335	1,715
增长率 YoY%	-3.41	20.65	49.90	32.66	28.49
净利润（百万元）	130	251	353	504	647
增长率 YoY%	-12.72	92.34	40.78	42.59	28.38
毛利率%	67.37	70.64	77.00	78.67	79.04
每股收益 EPS（全面摊薄）（元）	0.46	0.63	1.26	1.63	2.10
净资产收益率 ROE%	12.10	19.57	22.64	14.16	15.96
PE	77	40	28	22	17
PB	9.3	7.8	6.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	63	38	30	22	18

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 6 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	556	671	1006	1335	1715
营业成本	182	197	231	285	360
毛利率	67.4%	70.6%	77.0%	78.7%	79.0%
营业税金及附加	25	7	11	13	19
营业费用	88	108	161	214	283
营业费用率	15.8%	16.1%	16.0%	16.0%	16.5%
管理费用	91	118	166	220	283
管理费用率	16.3%	17.6%	16.5%	16.5%	16.5%
财务费用	25	20	15	1	(3)
财务费用率	4.5%	3.0%	1.5%	0.1%	-0.2%
投资收益	2	82	0	0	0
营业利润	148	297	420	601	773
营业利润率	26.5%	44.2%	41.8%	45.0%	45.1%
营业外收入	8	4	6	6	6
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	154	300	425	606	778
所得税	25	51	72	103	132
所得税率	16.4%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
少数股东损益	(2)	(2)	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	130	251	353	504	647
净利率	23.4%	37.4%	35.1%	37.7%	37.7%
每股收益(元)(摊薄)	0.46	0.89	1.26	1.63	2.10

现金流量表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	130	251	353	504	647
少数股东损益	-2	-2	0	0	0
折旧和摊销	37	42	23	27	31
营运资金变动	-84	420	191	-57	-117
其他	21	-61	16	2	-2
经营现金流	103	649	583	476	558
资本支出	-120	-116	-95	-94	-83
投资收益	6	123	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	0	1	0	0
投资现金流	-114	7	-93	-94	-83
发行股票	0	0	0	1598	0
负债变化	619	347	0	0	0
股息支出	-69	-66	-75	-106	-151
其他	-644	-534	-15	-1	3
融资现金流	-94	-253	-90	1492	-148
现金净增加额	-105	403	400	1874	327

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	315	712	1112	2986	3313
存货	889	157	134	167	211
应收账款	125	155	181	280	353
其他流动资产	77	138	127	184	253
流动资产	1407	1162	1554	3617	4130
固定资产	243	242	319	390	446
长期股权投资	13	13	13	13	13
无形资产	56	59	57	54	52
其他长期资产	164	236	232	230	229
非流动资产	476	550	621	687	739
资产总计	1883	1712	2175	4304	4870
短期借款	309	120	120	120	120
应付账款	87	95	104	134	168
其他流动负债	343	203	380	484	520
流动负债	738	419	604	737	808
长期负债	66	10	10	10	10
其他长期负债	1	1	1	1	1
非流动性负债	67	11	11	11	11
负债合计	805	430	615	748	819
股本	281	281	281	308	308
资本公积	212	212	212	1783	1783
股东权益合计	1078	1282	1560	3556	4051
少数股东权益	2	0	0	0	0
负债股东权益总计	1883	1712	2175	4304	4870

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率（%）					
营业收入	-3.4%	20.6%	49.9%	32.7%	28.5%
营业利润	-11.2%	101.0%	41.5%	43.1%	28.6%
净利润	-12.7%	92.3%	40.8%	42.6%	28.4%
利润率（%）					
毛利率	67.4%	70.6%	77.0%	78.7%	79.0%
EBIT Margin	32.5%	47.9%	43.7%	45.4%	45.2%
EBITDA Margin	39.1%	54.2%	45.9%	47.5%	47.0%
净利率	23.4%	37.4%	35.1%	37.7%	37.7%
回报率（%）					
净资产收益率	12.1%	19.6%	22.6%	14.2%	16.0%
总资产收益率	6.8%	14.6%	16.2%	11.7%	13.3%
其他（%）					
资产负债率	42.8%	25.1%	28.3%	17.4%	16.8%
所得税率	16.4%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
股利支付率	34.4%	31.3%	30.0%	30.0%	30.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。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该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。