

**强烈推荐-A (首次)**

**生物股份 600201.SH**

目标估值: 42.88-46.90 元

当前股价: 33.92 元

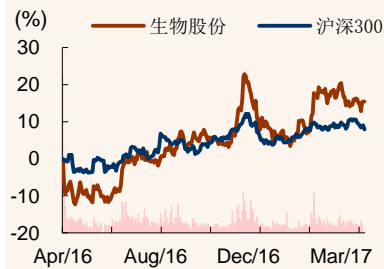
2017 年 04 月 25 日

**基础数据**

上证综指	3130
总股本(万股)	61315
已上市流通股(万股)	56894
总市值(亿元)	208
流通市值(亿元)	193
每股净资产(MRQ)	6.5
ROE(TTM)	17.9
资产负债率	13.9%
主要股东	内蒙古金宇生物控股
主要股东持股比例	10.96%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	9	16
相对表现	-2	7	8



资料来源: 贝格数据、招商证券

**相关报告**

- 1、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告-与时俱进,再次扬帆》2017-02-25
- 2、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告之九-最严的环保,最好的时代》2017-03-13

**周莎**

0755-82960734  
 zhousha@cmschina.com.cn  
 S1090516020002

**研究助理**

**雷轶**  
 075583218146  
 lei yi@cmschina.com.cn

**口蹄疫市场扩容, 动保龙头加速崛起**

4月24日, 公司发布2016年报, 实现收入15.17亿, 同增21.7%, 归母净利润6.45亿, 同增34.36%。同日公司发布一季报, 实现收入4.6亿, 同增34.54%, 归母净利润2.65亿, 同增38.91%。

- **从行业角度:** 国内养殖业进入规模化加速期且至少持续10年, 动物疫苗行业将快速扩容, 复合增长率约15%。市场苗替代招采苗趋势愈演愈烈, 口蹄疫子行业增速有望更快爆发, 预计2017-2020年将翻倍增长。传统低端疫苗行业的技术壁垒不高, 但行业受国家管制, 有准入壁垒; 而高端疫苗的技术门槛很高, 形成又一壁垒。行业将形成寡头垄断, 集中度会继续提升。
- **从公司角度:** 生物股份作为国内动物疫苗行业龙头, 研发能力全国第一, 悬浮培养技术国内最早产业化, 纯化技术也非常领先。动物疫苗作为快消品, 销售渠道非常重要, 与硕腾相似, 公司基本以直销为主, 对经销商依赖很小。公司今年计划对221人进行股权激励, 合计授予3000万股, 我们相信凭借优秀的研发、管理能力, 叠加股权激励带来的积极影响公司在高端疫苗的市占率将不断提升(口蹄疫苗的市占率约为35%, 其中市场苗58%, 招采苗22%)。2016年公司生物制药板块收入14.47亿元, 同比增长19.30%, 实现毛利11.3亿元, 同比增长19.7%。一季度春招表现良好, 应收账款较年初增加47.67%。
- **从市场风格角度:** 1970年, 美国“漂亮50”倍受追捧, 平均估值是全市场的1.5倍, 其描述的是产业集中过程中龙头崛起的故事。中国的市场环境恰似美国当时, 各个产业正经历快速集中的过程, 生物股份可以说是动保行业里面的“漂亮50”, 市占率、ROE、销售净利率远高于同行, 理应给更高的估值。
- **从市值空间角度:** 公司目前估值合理, 市场空间巨大, 到2020年, 口蹄疫单品的市场容量有望达到55亿, 相当于翻倍。同时, 公司横向拓展其他品种, 进军人药, 未来有望对标国际巨头硕腾(市值263亿美元)。
- **盈利预测与估值:** 我们预计2017/18/19年公司归母净利8.24/10.65/13.86亿元, EPS为1.34/1.74/2.26元, 给予2017年32-35倍PE, 目标价42.88-46.90元, 具有26%-38%的空间, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

**风险提示:** 春秋招不达预期, 市场苗渗透速度慢于预期, 漂亮50受益不及预期。

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1247	1517	1961	2539	3289
同比增长	17%	22%	29%	29%	30%
营业利润(百万元)	591	772	991	1284	1673
同比增长	23%	31%	28%	30%	30%
净利润(百万元)	480	645	824	1065	1386
同比增长	19%	34%	28%	29%	30%
每股收益(元)	0.84	1.05	1.34	1.74	2.26
PE	40.5	32.3	25.2	19.5	15.0
PB	9.4	5.5	4.9	4.1	3.4

资料来源: 公司数据、招商证券注: 2015-2017年股份分别为5.73、6.13、6.13亿股。

表 1: 2020 年口蹄疫市场规模测算

	规模 (万头)	平均免疫次数 (次/头/年)	疫苗平均价 (元)	免疫覆盖率		市场空间 (亿元)	
				目前	2020E	目前	2020E
<b>市场苗</b>							
种猪存栏	4100	2.5	8	50%	80%	4.1	6.6
生猪出栏	71000	1.5	6	8%	40%	5.1	25.6
牛出栏	4800	2.5	9	8%	40%	0.9	4.3
奶牛出栏	1400	2.5	9	65%	80%	2	2.5
市场苗合计	<b>81300</b>					<b>12.1</b>	<b>39</b>
<b>招采苗</b>							
种猪存栏	4100	2.5	1.8	95%	90%	1.8	1.7
生猪出栏	7100	1.5	1.6	85%	75%	14.5	12.8
牛出栏	4800	2.5	1.6	85%	75%	1.6	1.4
奶牛存栏	1400	2.5	1.8	95%	90%	0.6	0.6
招采苗合计	<b>34800</b>					<b>18.5</b>	<b>16.4</b>
<b>合计</b>	<b>117100</b>					<b>30.6</b>	<b>55.4</b>

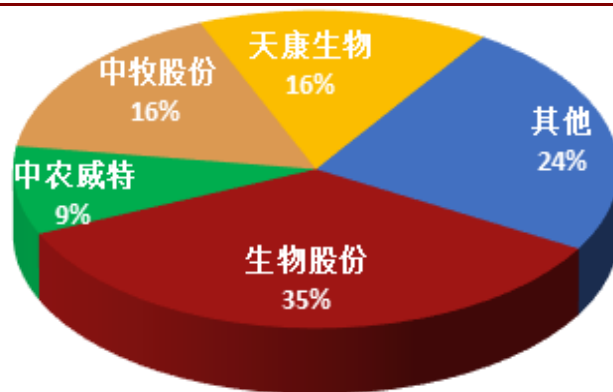
资料来源: 中国政府网, 中国产业信息网, 招商证券

表 2: 人均创收对比

万元	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
生物股份	75.58	61.44	68.34	56.96	66.54	101.23	117.82	143.38
中牧股份	101.45	123.26	121.67	76.03	91.38	94.82	98.45	90.91
普莱科	29.67	32.09	39.64	42.26	45.00	43.96	41.87	47.29
瑞普生物	/	25.47	34.69	35.46	38.18	31.11	40.57	48.04
海利生物	/	/	63.14	88.81	87.10	75.27	57.04	61.86

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 口蹄疫疫苗生产商市场占有率



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2: 口蹄疫疫苗生产商市场占有率 (市场苗)

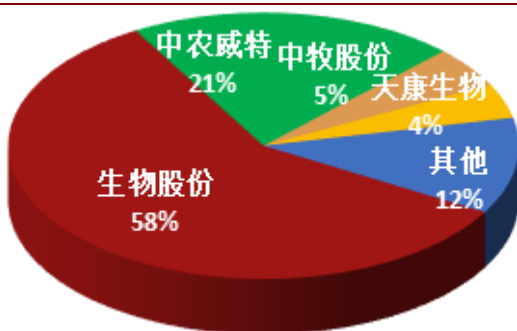
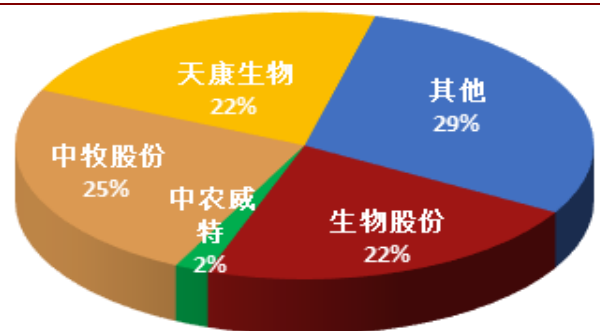
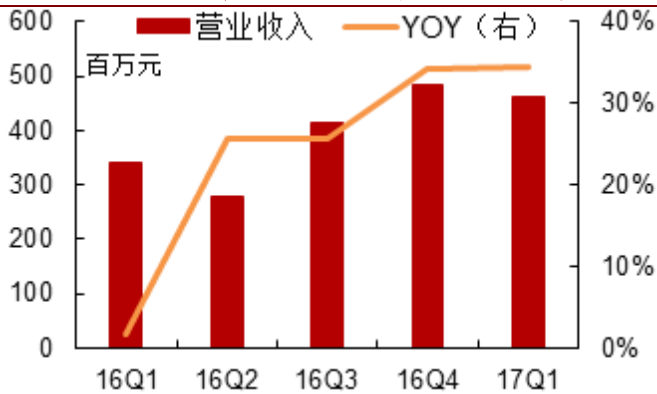


图 3: 口蹄疫疫苗生产商市场占有率 (招采苗)



资料来源：公司公告、招商证券

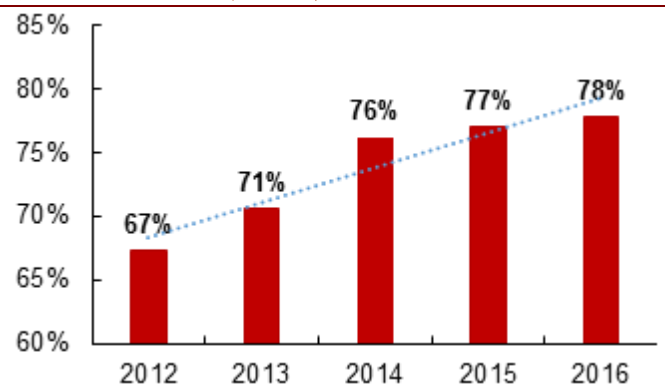
图 4：生物股份近年营业收入及同比增速（逐季）



资料来源：Wind、招商证券

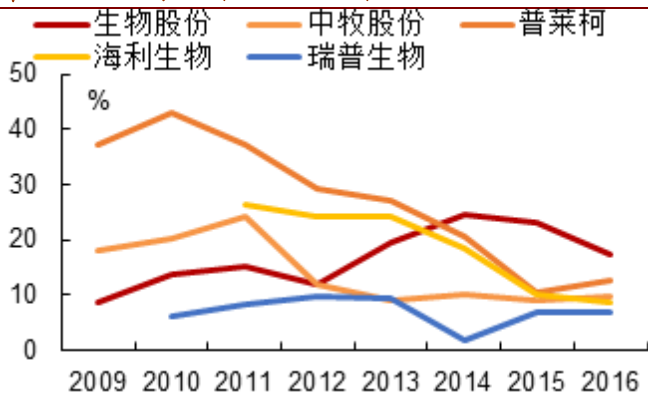
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：生物股份近年毛利率变化



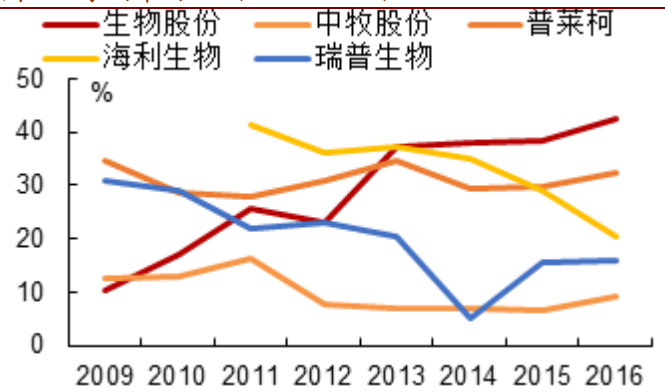
资料来源：Wind、招商证券

图 6：ROE 对比（2009-2016）



资料来源：Wind、招商证券

图 7：净利率对比（2009-2016）



资料来源：Wind、招商证券

## 盈利预测与估值

### (1) 盈利预测

我们预计 2017/18/19 年公司归母净利 8.24/10.65/13.86 亿元，EPS 为 1.34/1.74/2.26 元，给予 2017 年 32-35 倍 PE，目标价 42.88-46.90 元，具有 26%-38%的空间，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

表 3：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	360	343	278	413	484	461
营业毛利	109	226	101	239	190	309
营业费用	103	15	30	52	138	20
管理费用	64	26	61	32	59	29
财务费用	-9	-2	-2	-3	-7	-4
投资收益	3	0	2	0	15	2
营业利润	112	226	103	239	204	311
归属母公司净利润	76	191	92	201	159	266
EPS (元)	0.12	0.31	0.15	0.33	0.26	0.43
主要比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	79.3%	79.5%	70.7%	77.4%	81.0%	79.6%
营业费用率	28.7%	4.5%	10.7%	12.5%	28.5%	4.4%
管理费用率	17.8%	7.5%	22.1%	7.8%	12.2%	6.3%
营业利润率	31.1%	66.0%	37.1%	57.9%	42.2%	67.4%
有效税率	33.6%	15.8%	14.8%	16.0%	22.7%	14.8%
净利率	21.0%	55.9%	33.3%	48.8%	32.9%	57.7%
YoY	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入	11.2%	1.7%	25.5%	25.8%	34.3%	34.5%
归属母公司净利润	-20.0%	14.9%	16.6%	27.4%	110.4%	38.9%

资料来源：公司数据、招商证券

表 4：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
合计收入	1486	1921	2486	3221
生物制药	1448	1882	2447	3181
其他业务	38	39	40	40
收入增长率	19.2%	29.3%	29.4%	29.6%
生物制药	19.3%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	15.5%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	77.4%	77.3%	77.5%	77.6%
生物制药	78.3%	78.0%	78.0%	78.0%
其他业务	45.3%	45.3%	45.3%	45.3%

资料来源：公司数据、招商证券

表 5：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1247	1517	1961	2539	3289
营业成本	286	337	444	572	737
营业税金及附加	7	12	15	19	16
营业费用	178	235	304	393	509
管理费用	184	179	231	299	388
财务费用	(13)	(15)	(21)	(26)	(32)
资产减值损失	20	15	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	18	18	18	18
营业利润	591	772	991	1284	1673
营业外收入	4	9	9	9	9
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	594	780	998	1291	1680
所得税	116	137	176	229	299
净利润	478	643	822	1062	1382
少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	480	645	824	1065	1386
EPS (元)	0.84	1.05	1.34	1.74	2.26

资料来源：公司数据、招商证券

## (2) 估值对比

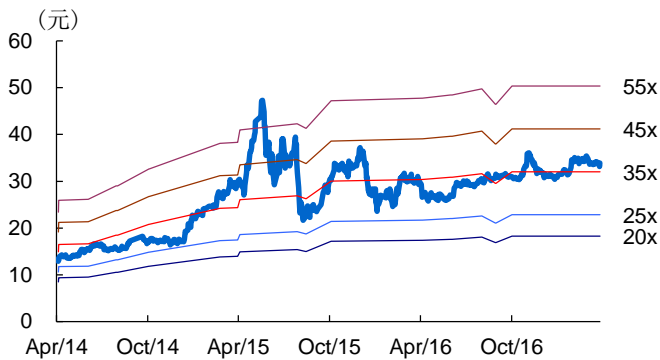
表 6：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
生物股份	33.92	0.84	1.05	1.34	19%	34%	28%	41	32	25	5.17	17.19%	208
瑞普生物	14.98	0.28	0.34	0.37	327%	25%	34%	54	44	41	3.65	6.98%	61
天康生物	8.55	0.27	0.41	0.36	6%	59%	45%	32	21	24	3.29	14.93%	82
普莱柯	25.63	0.99	0.59	0.58	1%	33%	32%	26	43	44	5.29	12.51%	83
中牧股份	20.42	0.64	0.78	0.92	-1%	28%	18%	32	26	22	2.72	9.96%	88
平均					84%	36%	32%	36	34	33	3.74	11.09%	

资料来源：公司数据、招商证券

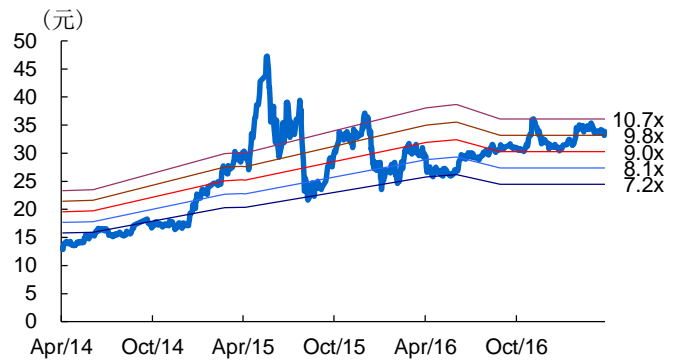
(3) PE-PB Band

图 8: 生物股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 9: 生物股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

风险提示

春秋招不达预期, 市场苗渗透速度慢于预期, 漂亮 50 受益不及预期。

参考报告:

1、《猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告-与时俱进, 再次扬帆》2017-02-25, 猪! 猪! 猪! 系列报告全集内容分为八部分, 第一篇介绍我们创新性提出的超长猪周期理论, 第二篇介绍了规模化浪潮下的产业链巨变, 第三篇对比了国内龙头企业的养殖模式, 第四篇介绍了食品安全对企业存亡的重要性, 第五篇主要对比国内外规模化养殖和龙头企业发展, 第六篇点评了八月能繁母猪存栏再探底, 第七篇提出现在正是长周期的黄金时代, 也是中周期的白银时代, 第八篇讲述了猪价底部抬高, 高预期差下的价值筹码争夺战即将打响。<http://t.cn/RiRSgn4>

2、《猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告之九-最严的环保, 最好的时代》2017-03-13, 环保禁养政策作为农业供给侧改革的重要手段, 给整个养殖业带来了巨大的冲击。“南猪北养”产业迁徙浩浩荡荡, 然而罗马非一日建成。对于无法补栏的散养户而言, 这是最糟糕的时代; 但对于规模化养殖龙头, 这无疑是最美好的时代。<http://t.cn/Riuay2J>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>1543</b>	<b>3220</b>	<b>3879</b>	<b>4851</b>	<b>6100</b>
现金	1030	2401	2856	3529	4390
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6	11	14	18	23
应收款项	249	263	313	405	525
其它应收款	7	16	20	26	34
存货	222	229	286	368	475
其他	29	301	389	503	652
<b>非流动资产</b>	<b>1008</b>	<b>1127</b>	<b>1081</b>	<b>1039</b>	<b>1002</b>
长期股权投资	100	153	153	153	153
固定资产	405	381	361	343	327
无形资产	98	249	224	202	181
其他	405	345	343	342	341
<b>资产总计</b>	<b>2550</b>	<b>4348</b>	<b>4960</b>	<b>5890</b>	<b>7101</b>
<b>流动负债</b>	<b>435</b>	<b>503</b>	<b>599</b>	<b>714</b>	<b>863</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	185	195	257	331	427
预收账款	33	76	101	130	167
其他	217	231	241	253	270
<b>长期负债</b>	<b>47</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	<b>92</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	47	92	92	92	92
<b>负债合计</b>	<b>482</b>	<b>595</b>	<b>692</b>	<b>807</b>	<b>956</b>
股本	573	613	613	613	613
资本公积金	(12)	1212	1212	1212	1212
留存收益	1508	1924	2442	3260	4326
少数股东权益	(0)	3	1	(2)	(6)
归属于母公司所有者权益	2069	3749	4267	5085	6151
<b>负债及权益合计</b>	<b>2550</b>	<b>4348</b>	<b>4960</b>	<b>5890</b>	<b>7101</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>494</b>	<b>756</b>	<b>743</b>	<b>897</b>	<b>1151</b>
净利润	480	645	824	1065	1386
折旧摊销	72	59	68	63	58
财务费用	0	0	(21)	(26)	(32)
投资收益	(8)	(18)	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	(116)	89	(114)	(196)	(255)
其它	66	(18)	4	8	11
<b>投资活动现金流</b>	<b>(342)</b>	<b>(383)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>
资本支出	(262)	(134)	(19)	(19)	(19)
其他投资	(80)	(249)	18	18	18
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(71)</b>	<b>998</b>	<b>(286)</b>	<b>(222)</b>	<b>(288)</b>
借款变动	(52)	(99)	(1)	0	0
普通股增加	287	40	0	0	0
资本公积增加	(245)	1225	0	0	0
股利分配	(86)	(229)	(307)	(247)	(320)
其他	25	61	21	26	32
<b>现金净增加额</b>	<b>82</b>	<b>1371</b>	<b>456</b>	<b>673</b>	<b>861</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1247</b>	<b>1517</b>	<b>1961</b>	<b>2539</b>	<b>3289</b>
营业成本	286	337	444	572	737
营业税金及附加	7	12	15	19	16
营业费用	178	235	304	393	509
管理费用	184	179	231	299	388
财务费用	(13)	(15)	(21)	(26)	(32)
资产减值损失	20	15	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	18	18	18	18
<b>营业利润</b>	<b>591</b>	<b>772</b>	<b>991</b>	<b>1284</b>	<b>1673</b>
营业外收入	4	9	9	9	9
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>594</b>	<b>780</b>	<b>998</b>	<b>1291</b>	<b>1680</b>
所得税	116	137	176	229	299
<b>净利润</b>	<b>478</b>	<b>643</b>	<b>822</b>	<b>1062</b>	<b>1382</b>
少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>480</b>	<b>645</b>	<b>824</b>	<b>1065</b>	<b>1386</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.84</b>	<b>1.05</b>	<b>1.34</b>	<b>1.74</b>	<b>2.26</b>

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	17%	22%	29%	29%	30%
营业利润	23%	31%	28%	30%	30%
净利润	19%	34%	28%	29%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	77.0%	77.8%	77.3%	77.5%	77.6%
净利率	38.5%	42.5%	42.0%	42.0%	42.1%
ROE	23.2%	17.2%	19.3%	20.9%	22.5%
ROIC	22.4%	16.6%	18.6%	20.3%	21.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.9%	13.7%	13.9%	13.7%	13.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	6.4	6.5	6.8	7.1
速动比率	3.0	6.0	6.0	6.3	6.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.3	1.5	1.7	1.7	1.7
应收帐款周转率	5.9	5.9	6.8	7.1	7.1
应付帐款周转率	1.6	1.8	2.0	1.9	1.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.84	1.05	1.34	1.74	2.26
每股经营现金	0.86	1.23	1.21	1.46	1.88
每股净资产	3.61	6.11	6.96	8.29	10.03
每股股利	0.40	0.50	0.40	0.52	0.68
<b>估值比率</b>					
PE	40.5	32.3	25.2	19.5	15.0
PB	9.4	5.5	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA	73.4	59.0	45.5	35.7	27.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周莎**：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔首席分析师。

**雷轶**：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。