

生物股份 (600201. SH)

三季度单季增长接近 30%，

口蹄疫龙头重启高增长！

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价 (元)：**40.2**

分析师

联系人

陈奇

刁凯峰

S0740514070005

021-20315189

chenqi@r.qlzq.com.cn

diaokf@r.qlzq.com.cn

2016 年 10 月 26 日

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 613 |
| 流通股本(百万股) | 569 |
| 市价(元) | 30.99 |
| 市值(百万元) | 19,002 |
| 流通市值(百万元) | 17,632 |

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

| 指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 1,062.9 | 1,246.5 | 1,521.3 | 1,882.7 | 2,334.3 |
| 营业收入增速 | 58.32% | 17.27% | 22.05% | 23.76% | 23.98% |
| 净利润增长率 | 61.16% | 18.65% | 27.14% | 34.95% | 26.10% |
| 摊薄每股收益 (元) | 1.41 | 0.84 | 0.99 | 1.34 | 1.69 |
| 前次预测每股收益 (元) | | | | | |
| 市场预测每股收益 (元) | | | | | |
| 偏差率 (本次-市场/市 | | | | | |
| 市盈率 (倍) | 24.80 | 44.14 | 31.15 | 23.09 | 18.31 |
| PEG | 0.41 | 2.37 | 1.15 | 0.66 | 0.70 |
| 每股净资产 (元) | 5.94 | 3.72 | 6.50 | 7.85 | 9.54 |
| 每股现金流量 (元) | 2.05 | 0.86 | -0.75 | 0.17 | 1.23 |
| 净资产收益率 | 23.82% | 22.51% | 15.29% | 17.11% | 17.74% |
| 市净率 | 5.91 | 9.94 | 4.76 | 3.95 | 3.25 |
| 总股本 (百万元) | 285.85 | 572.83 | 613.15 | 613.15 | 613.15 |

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：生物股份公布三季报，公司前三季度实现营业收入 10.33 亿元，同比增长 16.58%，前三季度归母净利润 4.85 亿元，同比增长 20.09%，其中单三季度归母净利润同比增长 27%。**
- **三季度市场苗重启高增长，持续加强市场化营销。**公司单三季度收入增长约 25%，其中市场苗预计增长 35%，显示客户开拓有力及市场空间广阔，政府苗受整体招标低迷而下滑 5-10%，毛利率提升近 2.76%，主要在于技术转让减少及市场苗占比继续提升。公司销售费用同比增长 40%，营销加强持续进行，会议、服务等多种形式效果显现，未来渠道力有望持续提升。全年看，预计四季度整体年底备货、新品推广的带动下，并考虑到去年 4 季度业绩低基数，单季度业绩预计保持高增长，全年增速有望向 25% 以上迈进。
- **后周期规模化补栏趋势加速，当前口蹄疫龙头生物股份将大幅受益！**我们在动保行业专题报告之四中提到，从当前看 2017 年，影响高端苗市场整体扩容最大的是超大型养殖场的快速补栏。牧原、温氏、正邦等数据表明，整体口蹄疫存量客户的补栏速度同比在 20-50%。在行业快速扩容良好形势下，公司当前也在积极改善营销服务，逐步通过深度服务此前大客户的模式保持并扩张份额，并逐步梳理各地渠道。2017 年口蹄疫行业整体将有望大幅扩容，现存龙头生物股份（占据整体口蹄疫市场苗 60% 份额，占据高端市场 80% 左右份额）将充分受益，叠加自身的产品升级与营销服务改善，预计市场苗增速有望达 40% 以上。
- **其他新产品有望逐步上市并放量，带来新的增长点。**牛二联为国内奶牛及肉牛紧缺苗，公司利用悬浮、浓缩与纯化将疫苗做到世界品质、国内独家，预计产品出厂在 20-25 元，按一年 2 次（防疫高峰 3-4 次），市场有望达到 10 亿规模。布病确定 2017 年进入招采，初期在西部地区各省 1-2 亿头羊、1-2 元价格情况下，按 50% 渗透率收入体量预计能到 1 亿元，未来逐步扩充到 3 亿头羊、5 亿以上规模。圆环试用效果明显，增重优于现有产品 1-2 公斤，17 年有望达到 1 亿元收入。此前投资者更多认为生物股份品种单

一，未来优势新品逐步成为增长点，有望获得业绩及估值的修复机会。而中长期，公司也积极通过口蹄疫技术升级及联苗的方式，有望巩固并强化龙头地位，在行业快速增长的同时保持一定份额。

- **当前估值切换行情下，重点配置持续稳定成长的生物股份：**（1）招标政策变动利好市场苗加速推广，行业空间有望大幅扩容，龙头生物股份将最受益；（2）整体估值切换到 17 年后，公司是疫苗板块内的市场苗龙头，是中高速稳增长的首选标的；（3）公司外延战略积极推进，未来有望在宠物或诊断等领域拓展业务，打开成长与估值空间。
- 我们预计 2016-18 年净利润为 6.1、8.23、10.38 亿元，同比增长 27.1%、35.4%、26.1%，摊薄后 EPS 分别为 0.99、1.34、1.69 元，给予 2017 年 30XPE，目标价为 40.2 元，维持“买入”评级。

图表 1：生物股份财务三张表

| 损益表（人民币百万元） | | | | | | | 资产负债表（人民币百万元） | | | | | | |
|----------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业总收入 | 671 | 1,063 | 1,247 | 1,521 | 1,983 | 2,434 | 货币资金 | 712 | 948 | 1,030 | 1,023 | 919 | 1,574 |
| 增长率 | 20.65% | 58.3% | 17.3% | 22.0% | 30.3% | 22.8% | 应收账款 | 249 | 183 | 262 | 204 | 272 | 333 |
| 营业成本 | -197 | -253 | -286 | -361 | -449 | -525 | 存货 | 157 | 217 | 222 | 1,604 | 2,212 | 2,587 |
| % 销售收入 | 29.4% | 23.8% | 23.0% | 23.8% | 22.6% | 21.5% | 其他流动资产 | 43 | 20 | 29 | 118 | 129 | 138 |
| 毛利 | 474 | 810 | 960 | 1,160 | 1,534 | 1,910 | 流动资产 | 1,162 | 1,368 | 1,543 | 2,950 | 3,533 | 4,632 |
| % 销售收入 | 70.6% | 76.2% | 77.0% | 76.2% | 77.4% | 78.5% | % 总资产 | 67.9% | 64.3% | 60.1% | 74.8% | 77.5% | 81.6% |
| 营业税金及附加 | -7 | -8 | -7 | -8 | -10 | -12 | 长期投资 | 60 | 59 | 155 | 155 | 155 | 155 |
| % 销售收入 | 1.0% | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 410 | 578 | 718 | 696 | 721 | 744 |
| 营业费用 | -108 | -167 | -178 | -219 | -278 | -341 | % 总资产 | 24.0% | 27.1% | 28.0% | 17.6% | 15.8% | 13.1% |
| % 销售收入 | 16.1% | 15.7% | 14.3% | 14.4% | 14.0% | 14.0% | 无形资产 | 65 | 68 | 103 | 94 | 100 | 96 |
| 管理费用 | -118 | -152 | -184 | -225 | -278 | -341 | 非流动资产 | 550 | 730 | 1,008 | 975 | 1,006 | 1,026 |
| % 销售收入 | 17.6% | 14.3% | 14.8% | 14.8% | 14.0% | 14.0% | % 总资产 | 32.1% | 34.3% | 39.3% | 24.7% | 22.1% | 18.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | 241 | 483 | 590 | 708 | 969 | 1,216 | 资产总计 | 1,712 | 2,129 | 2,567 | 3,942 | 4,556 | 5,674 |
| % 销售收入 | 35.9% | 45.5% | 47.4% | 46.5% | 48.9% | 50.0% | 短期借款 | 120 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 财务费用 | -20 | 7 | 13 | 15 | 8 | 18 | 应付款项 | 186 | 255 | 242 | 543 | 351 | 410 |
| % 销售收入 | 3.0% | -0.7% | -1.0% | -1.0% | -0.4% | -0.7% | 其他流动负债 | 79 | 178 | 193 | 175 | 156 | 172 |
| 资产减值损失 | -6 | -14 | -20 | -5 | -5 | -15 | 流动负债 | 385 | 433 | 435 | 719 | 507 | 582 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 10 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 82 | 4 | 8 | 5 | 8 | 8 | 其他长期负债 | 1 | 1 | 1 | 451 | 451 | 451 |
| % 税前利润 | 27.3% | 0.9% | 1.3% | 0.7% | 0.8% | 0.6% | 负债 | 396 | 434 | 436 | 1,176 | 968 | 1,058 |
| 营业利润 | 297 | 480 | 591 | 723 | 980 | 1,227 | 普通股股东权益 | 1,282 | 1,697 | 2,131 | 2,770 | 3,596 | 4,631 |
| 营业利润率 | 44.2% | 45.2% | 47.4% | 47.5% | 49.4% | 50.4% | 少数股东权益 | 0 | -2 | 0 | -4 | -9 | -15 |
| 营业外收支 | 3 | 3 | 3 | 5 | 5 | 5 | 负债股东权益合计 | 1,712 | 2,129 | 2,567 | 3,942 | 4,556 | 5,674 |
| 税前利润 | 300 | 483 | 594 | 728 | 985 | 1,232 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 44.7% | 45.4% | 47.6% | 47.8% | 49.7% | 50.6% | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 所得税 | -51 | -81 | -116 | -122 | -165 | -203 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 16.9% | 16.7% | 19.5% | 16.7% | 16.7% | 16.5% | 每股收益(元) | 0.893 | 1.414 | 0.837 | 1.063 | 1.439 | 1.802 |
| 净利润 | 249 | 402 | 478 | 606 | 821 | 1,028 | 每股净资产(元) | 4.565 | 5.937 | 3.720 | 4.827 | 6.266 | 8.068 |
| 少数股东损益 | -2 | -2 | -2 | -4 | -5 | -6 | 每股经营现金净流(元) | 2.312 | 2.047 | 0.863 | -0.800 | 0.001 | 1.314 |
| 归属于母公司的净利润 | 251 | 404 | 480 | 610 | 826 | 1,035 | 每股股利(元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 37.4% | 38.0% | 38.5% | 40.1% | 41.7% | 42.5% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表（人民币百万元） | | | | | | | 净资产收益率 | 19.57% | 23.82% | 22.51% | 22.02% | 22.96% | 22.34% |
| 净利润 | 249 | 402 | 478 | 606 | 821 | 1,028 | 总资产收益率 | 14.95% | 18.99% | 18.69% | 15.49% | 18.17% | 18.31% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | -4 | -5 | -6 | 投入资本收益率 | 31.28% | 58.35% | 50.17% | 28.92% | 27.23% | 30.42% |
| 非现金支出 | 47 | 62 | 92 | 67 | 69 | 85 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | -67 | -14 | -12 | -4 | 10 | 10 | 营业总收入增长率 | 20.65% | 58.32% | 17.27% | 22.05% | 30.33% | 22.77% |
| 营运资金变动 | 620 | 135 | -63 | -1,128 | -899 | -369 | EBIT增长率 | 41.05% | 100.25% | 22.19% | 19.94% | 36.86% | 25.48% |
| 经营活动现金净流 | 449 | 585 | 494 | -463 | -4 | 748 | 净利润增长率 | 92.34% | 61.16% | 18.65% | 27.14% | 35.40% | 25.27% |
| 资本开支 | 115 | 207 | 262 | 24 | 90 | 85 | 总资产增长率 | -10.88% | 26.90% | 20.55% | 53.92% | 15.63% | 24.65% |
| 投资 | 107 | 0 | -100 | 0 | 0 | 0 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 14 | 9 | 20 | 5 | 8 | 8 | 应收账款周转天数 | 76.0 | 56.0 | 61.6 | 39.0 | 40.0 | 40.0 |
| 投资活动现金净流 | 7 | -197 | -342 | -19 | -82 | -77 | 存货周转天数 | 968.6 | 270.2 | 279.8 | 1,620.0 | 1,800.0 | 1,800.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 30 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 168.4 | 198.6 | 232.4 | 135.0 | 90.0 | 90.0 |
| 债权募资 | -140 | -130 | 0 | 450 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 131.8 | 108.1 | 116.0 | 92.0 | 62.5 | 48.6 |
| 其他 | -113 | -21 | -71 | -8 | -23 | -23 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | -253 | -151 | -71 | 472 | -23 | -23 | 净负债/股东权益 | -45.38% | -55.93% | -48.32% | -20.71% | -13.07% | -24.34% |
| 现金净流量 | 403 | 237 | 82 | -10 | -109 | 648 | EBIT利息保障倍数 | 12.0 | -66.1 | -46.7 | -48.0 | -115.5 | -69.2 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 23.61% | 20.40% | 16.99% | 29.73% | 21.08% | 18.29% |

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。