

# 生物股份 (600201)

证券研究报告

2017年06月21日

## 疫苗销售多点开花，预计上半年业绩延续高增长

### 1、预计上半年口蹄疫市场苗收入同比增速近 40%

根据我们十省草根调研，预计上半年金宇口蹄疫市场苗销量同比增速近 40%。其中，两广、两湖以及四川、山东、河南养猪大省，销量增速均达到 30%以上，有的甚至达到 50%。销量高速增长的主要原因是销售渠道的改变。销售渠道的改变主要体现在两个方面，第一，公司以湖南、广西、山东三省为自营试点省份，取消原经销商中间环节，统一由公司配置人员经营管理。第二，鼓励省级代理商向下渗透渠道，扩大销售队伍并构建网络渠道，给予各省会议费和技术服务等支持，客户粘性正在大幅度提高。此外，8 月-次年 3 月是口蹄疫疫情爆发高峰期，我们预计，公司猪 AO 二价口蹄疫市场苗生产批文下半年有望拿到，并伴随疫情高发和产品规范化有望成为爆款产品。从竞争格局来看，拥有猪 AO 二价口蹄疫市场苗的生产企业只有金宇和中农威特，一方面未来市场空间将翻倍（之前我们的报告中多次论证），另一方面竞争格局大概率成寡头垄断，而相对于国企背景的中农威特，金宇在营销策略和管理流程上预计更为灵活。我们认为，17 年生物股份实现 30%以上的收入和利润增长的确性非常强。

### 2、预计 17 年口蹄疫政采苗收入同比不会降低

根据我们十省草根调研，预计上半年金宇口蹄疫政采苗销量不会降低。在行业大趋势是市场苗替代政采苗的大趋势下，公司政采苗今年年初订单并没有降低的主要原因是，随着先打后补政策的推进，部分省份将招采主体下放至地方政府，公司抓住了招采主体变化带来的机会，从年初统计的招采量来看，预计 17 年招采苗收入同比去年不会降低，还可能小幅上涨。

### 3、预计 17 年猪圆环苗销售收入至少 1.3 亿元

根据我们十省草根调研，预计 17 年金宇优邦圆环苗有望达 1.3 亿元。从我们市场采样盲检结果看，金宇圆环苗的 cap 蛋白含量在市场同类产品中表现出众（从检测指标上看与勃林格相当）；从养殖企业使用情况看，生猪的应激反应较小，客户反应较好；从产品销售跟踪来看，公司圆环苗已正式纳入牧原股份的核心供应商名册，根据我们草根调研，核心供应商仅有 2 家，我们预计公司圆环疫苗今年有望获得牧原至少 50%的占有率（另外一家目前产能受限），对应不低于 5000 万收入。我们认为，牧原的示范效应有望带动圆环苗产品实现 2-3 倍的收入规模，预计 17 年圆环疫苗收入可达 1.3 亿。

**投资建议：**我们预计，上半年营收 8.1 亿元，同比增速则为 31%；净利润预计达 3.85 亿元，同比增速为 36%。17-19 年净利润分别为 8.2/10.5/13.3 亿元（股权激励费用摊薄后），EPS 分别为 1.3/1.6/2.1 元，而股权激励费用摊薄前公司承诺实际业绩未来 3 年年均增长近 30%！彰显公司未来成长信心，故给予 18 年业绩 26 倍估值，6 个月目标价 43 元。给予“买入”评级。

**风险提示：**产品销量不达预期

#### 投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	34.23 元
目标价格	43 元
上次目标价	43 元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	613.15
流通 A 股股本(百万股)	572.83
A 股总市值(百万元)	20,988.21
流通 A 股市值(百万元)	19,607.97
每股净资产(元)	6.55
资产负债率(%)	13.94
一年内最高/最低(元)	36.63/26.06

#### 作者

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

- 《生物股份-公司深度研究：“中国版硕腾”迎接产业整合大时代！》 2017-06-01
- 《生物股份-公司点评：靴子落地，成绩靓丽，市场化政策红利下首选标的》 2017-04-26

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,246.51	1,517.02	1,957.54	2,548.34	3,103.77
增长率(%)	17.27	21.70	29.04	30.18	21.80
EBITDA(百万元)	649.35	801.23	1,024.04	1,294.44	1,635.07
净利润(百万元)	479.73	644.54	822.61	1,050.83	1,325.96
增长率(%)	18.65	34.36	27.63	27.74	26.18
EPS(元/股)	0.78	1.05	1.28	1.63	2.06
市盈率(P/E)	43.84	32.63	26.82	20.99	16.64
市净率(P/B)	10.17	5.61	4.94	4.15	3.46
市销率(P/S)	16.87	13.86	11.27	8.66	7.11
EV/EBITDA	30.89	21.06	18.44	13.86	10.47

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 口蹄疫市场苗收入同比增速近 40%

根据我们十省草根调研，预计上半年金宇口蹄疫市场苗销量同比增速近 40%。其中，两广、两湖以及四川、山东、河南养猪大省，销量增速均达到 30%以上，有的甚至达到 50%。销量高速增长的主要原因是销售渠道的改变。销售渠道的改变主要体现在两个方面，第一，公司以湖南、广西、山东三省为自营试点省份，取消原经销商中间环节，统一由公司配置人员经营管理。第二，鼓励省级代理商向下渗透渠道，扩大销售队伍并构建网络渠道，给予各省会议费和技术服务等支持，客户粘性正在大幅度提高。

此外，8 月-次年 3 月是口蹄疫疫情爆发高峰期，我们预计，公司猪 AO 二价口蹄疫市场苗生产批文下半年有望拿到，并伴随疫情高发和产品规范化有望成为爆款产品。从竞争格局来看，拥有猪 AO 二价口蹄疫市场苗的生产企业只有金宇和中农威特，一方面未来市场空间将翻倍（之前我们的报告中多次论证），另一方面竞争格局大概率成寡头垄断，而相对于国企背景的中农威特，金宇在营销策略和管理流程上预计更为灵活。我们认为，17 年生物股份实现 30%以上的收入和利润增速的确定性非常强。

表 1：生物股份各省市市场苗销售情况

省份	销售情况
广东	预计 2017 年收入同比增长 25%。1-5 月收入同比增长 30%+（温氏除外）
广西	预计 2017 年收入同比增长 40%+。1 季度同比增长 50%，1-5 月同比增长 40%+
湖南	预计 2017 年收入同比增长 40%。1 季度同比增长 37%，1-5 月同比增长 35%+
湖北	预计 2017 年收入同比增长 35%，1-5 月同比增长 33%
四川	预计 2017 年收入同比增长 50%，1-5 月同比增长符合全年规划
山东	预计 2017 年收入同比增长 40%，1-5 月同比增长 35%
河南	预计 2017 年收入同比增长 30%左右（牧原除外），1-5 月同比增长符合全年规划

资料来源：草根调研，天风证券研究所

## 2. 口蹄疫政采苗销量同比不会降低

根据我们十省草根调研，预计上半年金宇口蹄疫政采苗销量不会降低。在行业大趋势是市场苗替代政采苗的大背景下，公司政采苗今年年初订单并没有降低的主要原因是，随着先打后补政策的推进，部分省份将招采主体下放至县级地方政府，公司抓住了招标主体变化带来的机会。

从年初统计的招采量来看，预计 17 年招采苗收入同比去年不会降低，还可能小幅上涨。根据各省公布的数据，验证今年公司招采苗收入预计同比持平或小幅增长。

表 2：生物股份 2017 年部分省招采苗中标情况

省份	口蹄疫类型	中标量（万毫升或万头份）	中标金额（万元）
四川	猪 O 型口蹄疫灭活疫苗	2400.76	1200.38
	牛羊 O 型-亚洲 1 型口蹄疫双价灭活疫苗	1346.5	673.25
	O 型-亚洲 1 型-A 型口蹄疫三价灭活疫苗	959.41	1918.82
山东	口蹄疫 O 型灭活疫苗	约为 3310	约为 1565
湖北	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	560.46	280.23
	口蹄疫 O 型-亚洲 I 型二价灭活疫苗	790.75	395.38
	口蹄疫 O 型、亚洲 I 型、A 型三价疫苗	514.06	1028.11
广东	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	约为 2400	约为 1200
	牛口蹄疫 O 型-亚洲 I 型二价灭活疫苗	约为 400	约为 200
云南	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	2000	940
	牛羊 O 型-亚洲 I 型-A 型三价灭活疫苗	1100	2090

	牛羊 O 型-亚洲 I 型双价灭活疫苗	700	329
河北	口蹄疫 O 型灭活疫苗	2300	989
	口蹄疫 O-亚 1 型-A 型三价灭活疫苗	900	1386
广西	猪 O 型口蹄疫灭活疫苗	2700	1345.95
江西	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	约为 2000	约为 1000
	牛羊 O 型-亚洲 1 型口蹄疫双价苗	约为 500	约为 250

资料来源：各省政府招标网，天风证券研究所

### 3. 预计中期业绩增速有望超 35%，全年高增长继续坚定推荐

除了口蹄疫产品外，公司圆环苗表现超预期。预计 17 年金宇优邦圆环苗有望达 1.3 亿元。从我们市场采样盲检结果看，金宇圆环苗的 cap 蛋白含量在市场同类产品中表现出众（从检测指标上看与勃林格相当）；从养殖企业使用情况看，生猪的应激反应较小，客户反应较好；从产品销售跟踪来看，公司圆环苗已正式纳入牧原股份的核心供应商名册，根据我们草根调研，核心供应商仅有 2 家，我们预计公司圆环疫苗今年有望获得牧原至少 50% 的占有率（另外一家目前产能受限），对应不低于 5000 万收入。我们认为，牧原的示范效应有望带动圆环苗产品实现 2-3 倍的收入规模，预计 17 年圆环疫苗收入可达 1.3 亿。

我们预计，上半年营收 8.1 亿元，同比增速则为 31%；净利润预计达 3.85 亿元，同比增速为 36%。17-19 年净利润分别为 8.2/10.5/13.3 亿元（股权激励费用摊薄后），EPS 分别为 1.3/1.6/2.1 元，而股权激励费用摊薄前公司承诺实际业绩未来 3 年年均增长近 30%！彰显公司未来成长信心，故给予 18 年业绩 26 倍估值，6 个月目标价 43 元。给予“买入”评级。

图 1：生物股份历年中期营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：生物股份历年中期净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,030.01	2,400.65	3,100.04	4,032.74	4,847.88
应收账款	255.82	279.09	442.13	466.97	648.09
预付账款	11.48	9.79	41.98	7.97	55.34
存货	221.82	229.05	452.48	428.62	621.51
其他	23.48	301.74	110.28	156.90	188.41
<b>流动资产合计</b>	<b>1,542.60</b>	<b>3,220.31</b>	<b>4,146.91</b>	<b>5,093.19</b>	<b>6,361.23</b>
长期股权投资	99.88	152.52	152.52	152.52	152.52
固定资产	404.74	380.89	340.70	300.51	260.31
在建工程	313.59	225.15	225.15	225.15	225.15
无形资产	97.65	269.51	261.86	254.21	246.57
其他	91.76	99.31	75.01	76.95	77.69
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,007.62</b>	<b>1,127.39</b>	<b>1,055.25</b>	<b>1,009.35</b>	<b>962.25</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,550.22</b>	<b>4,347.71</b>	<b>5,202.16</b>	<b>6,102.55</b>	<b>7,323.49</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	208.58	232.23	402.90	435.03	565.65
其他	226.50	270.37	271.55	295.12	322.99
<b>流动负债合计</b>	<b>435.07</b>	<b>502.59</b>	<b>674.45</b>	<b>730.15</b>	<b>888.63</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.55	92.45	57.71	65.57	71.91
<b>非流动负债合计</b>	<b>46.55</b>	<b>92.45</b>	<b>57.71</b>	<b>65.57</b>	<b>71.91</b>
<b>负债合计</b>	<b>481.62</b>	<b>595.04</b>	<b>732.16</b>	<b>795.72</b>	<b>960.54</b>
少数股东权益	(0.19)	3.28	(0.10)	(3.94)	(8.59)
股本	572.83	613.15	643.15	643.15	643.15
资本公积	49.67	1,245.01	1,245.01	1,245.01	1,245.01
留存收益	1,558.11	3,168.86	3,826.95	4,667.61	5,728.38
其他	(111.81)	(1,277.64)	(1,245.01)	(1,245.01)	(1,245.01)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,068.60</b>	<b>3,752.66</b>	<b>4,470.00</b>	<b>5,306.82</b>	<b>6,362.94</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,550.22</b>	<b>4,347.71</b>	<b>5,202.16</b>	<b>6,102.55</b>	<b>7,323.49</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	477.76	642.76	822.61	1,050.83	1,325.96
折旧摊销	71.61	58.90	47.84	47.84	47.84
财务费用	0.19	0.00	16.70	19.70	38.20
投资损失	(7.60)	(17.80)	(10.00)	(10.00)	(5.00)
营运资金变动	(74.09)	(181.91)	(64.75)	47.69	(288.94)
其它	26.45	254.16	(3.38)	(3.84)	(4.65)
<b>经营活动现金流</b>	<b>494.32</b>	<b>756.12</b>	<b>809.02</b>	<b>1,152.22</b>	<b>1,113.42</b>
资本支出	333.18	109.89	34.75	(7.86)	(6.34)
长期投资	97.92	52.65	0.00	0.00	0.00
其他	(773.16)	(545.59)	(24.75)	17.86	11.34
<b>投资活动现金流</b>	<b>(342.07)</b>	<b>(383.05)</b>	<b>10.00</b>	<b>10.00</b>	<b>5.00</b>
债权融资	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
股权融资	57.01	1,283.09	48.14	(17.15)	(35.53)
其他	(128.16)	(286.02)	(168.27)	(212.88)	(268.25)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(70.66)</b>	<b>997.57</b>	<b>(119.63)</b>	<b>(229.53)</b>	<b>(303.27)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>81.59</b>	<b>1,370.64</b>	<b>699.39</b>	<b>932.69</b>	<b>815.14</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,246.51</b>	<b>1,517.02</b>	<b>1,957.54</b>	<b>2,548.34</b>	<b>3,103.77</b>
营业成本	286.33	336.97	469.81	611.60	744.91
营业税金及附加	7.50	11.56	9.79	12.74	15.52
营业费用	178.44	234.86	264.27	351.67	387.97
管理费用	183.87	178.78	230.99	318.54	356.93
财务费用	(12.65)	(14.65)	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	20.10	14.98	16.48	17.19	16.22
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.60	17.80	10.00	10.00	5.00
其他	(15.20)	(35.59)	(20.00)	(20.00)	(10.00)
<b>营业利润</b>	<b>590.52</b>	<b>772.31</b>	<b>959.50</b>	<b>1,226.90</b>	<b>1,549.02</b>
营业外收入	3.91	8.99	5.23	6.04	6.75
营业外支出	0.88	1.76	0.92	1.19	1.29
<b>利润总额</b>	<b>593.55</b>	<b>779.54</b>	<b>963.81</b>	<b>1,231.75</b>	<b>1,554.49</b>
所得税	115.79	136.78	144.57	184.76	233.17
<b>净利润</b>	<b>477.76</b>	<b>642.76</b>	<b>819.23</b>	<b>1,046.99</b>	<b>1,321.31</b>
少数股东损益	(1.97)	(1.78)	(3.38)	(3.84)	(4.65)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>479.73</b>	<b>644.54</b>	<b>822.61</b>	<b>1,050.83</b>	<b>1,325.96</b>
每股收益(元)	0.78	1.05	1.28	1.63	2.06

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.27%	21.70%	29.04%	30.18%	21.80%
营业利润	22.95%	30.78%	24.24%	27.87%	26.26%
归属于母公司净利润	18.65%	34.36%	27.63%	27.74%	26.18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	77.03%	77.79%	76.00%	76.00%	76.00%
净利率	38.49%	42.49%	42.02%	41.24%	42.72%
ROE	23.19%	17.19%	18.40%	19.79%	20.81%
ROIC	78.21%	65.95%	66.21%	81.79%	112.65%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.89%	13.69%	14.07%	13.04%	13.12%
净负债率	-23.27%	-14.63%	-40.41%	-44.63%	-50.88%
流动比率	3.55	6.41	6.15	6.98	7.16
速动比率	3.04	5.95	5.48	6.39	6.46
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.73	5.67	5.43	5.61	5.57
存货周转率	5.68	6.73	5.74	5.78	5.91
总资产周转率	0.54	0.44	0.41	0.45	0.46
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.78	1.05	1.28	1.63	2.06
每股经营现金流	0.81	1.23	1.32	1.88	1.82
每股净资产	3.37	6.11	6.95	8.26	9.91
<b>估值比率</b>					
市盈率	43.84	32.63	26.82	20.99	16.64
市净率	10.17	5.61	4.94	4.15	3.46
EV/EBITDA	30.89	21.06	18.44	13.86	10.47
EV/EBIT	34.71	22.27	19.35	14.40	10.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com