

# 生物股份 (600201)

证券研究报告

2017年08月28日

## 上半年业绩增速符合预期，预计下半年延续高增长！

**事件：**今天公司公告中报，1-6月营业收入7.54亿元，同比增加21.52%，归母净利润3.87亿元，同比增加36.46%。

**上半年口蹄疫市场苗销量同比增速35%以上，下半年有望延续高增长。**根据草根调研，公司上半年口蹄疫市场苗总体销量同比增速达35%以上。从销售渠道来看主要发生的变化是，湖南、山东、广西三个省份由原来的经销商模式变为公司自营，根据草根调研上半年自营省份销量同比增速预计在40%以上，我们认为部分省份自营模式有利于提高公司与客户的粘性，并降低中间销售费用从而提高公司净利润率。我们看好口蹄疫市场苗替代政府苗的趋势下未来2-3年市场空间翻倍，随着8月口蹄疫疫苗需求旺季到来，我们预计公司口蹄疫市场苗下半年仍将保持高速增长！

**市场苗替代招采苗的行业趋势下，预计公司招采苗收入同比小幅上涨。**根据草根调研，口蹄疫政府招采的评标体系正在趋于完善，随着2017年“先打候补”政策已经在部分地区落地，除了政府招采苗的价格，招采主体将更重视对产品品质考量，而这正是公司的核心竞争力。我们预计，公司2017年政府招采苗销售收入同比会有小幅上涨。

**猪口蹄疫OA二价市场苗有望年底上市。**根据草根调研，预计17年下半年公司与中用威特猪用口蹄疫OA二价苗将会拿到生产批文，之前公司已通过提高服务质量、延长合同期等方式，增强客户粘性，届时更优质产品将便于公司营销发力，大型养殖集团率先更替产品带动中小养殖企业，未来三年内竞争格局趋于双寡头市场。

**非口蹄疫产品收入有望成为业绩新增长点。**根据草根调研，公司猪圆环疫苗市场盲检及反馈情况很好，并已进入牧原等大型养殖集团的核心采购商名册，开启进口替代时代，预计空间10亿元。在牧原的示范效应将利于产品推广，预计17年销售收入1.3-1.5亿元。此外，未来2年布病、BVD-IBR二联苗、猪瘟、禽苗也将贡献收入至少3亿元，成为公司业绩新的增长点。

**公司与益康在产品、技术、渠道上有望协同共振。**公司收购的益康生物每年参加政府招标采购中标省超过17个，产品覆盖山东、辽宁、河北、河南、四川等主要养殖大省，其中标率高达80%。我们认为，公司与益康在政采渠道上具备协同共振效应，同时益康生物产品系列齐全（禽用、猪用、犬用和其他动物用等四大类30余个品种），兼备H5+H7禽流感疫苗生产资质。预计公司有动力将口蹄疫生产技术和渠道与益康进行深度融合。

**对标硕腾，生物股份迎来产业整合黄金时代！**公司近年来在国际化、产业整合并购、技术研发、产品储备以及销售服务团队建设方面动作不断，有向硕腾发展模式靠拢之势，我们预计未来有望全面追赶国际一流企业。

**投资建议：**我们预计，公司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：**口蹄疫市场苗销量不达预期，疫情风险

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)	0.75	1.00	1.28	1.64	2.06
市盈率(P/E)	45.52	33.88	26.55	20.78	16.47
市净率(P/B)	10.56	5.82	4.89	4.11	3.43
市销率(P/S)	17.52	14.39	11.16	8.57	7.04
EV/EBITDA	30.89	21.06	18.22	13.69	10.34

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	34.00元
目标价格	43元
上次目标价	41.05元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	642.25
流通A股股本(百万股)	572.83
A股总市值(百万元)	21,836.58
流通A股市值(百万元)	19,476.22
每股净资产(元)	6.30
资产负债率(%)	14.31
一年内最高/最低(元)	36.63/29.48

### 作者

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

**杨钊** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070003  
yangzhao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《生物股份-公司点评:疫苗销售多点开花，预计上半年业绩延续高增长》  
2017-06-21
- 《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	3,099.14	4,031.84	4,846.98
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>4,146.01</b>	<b>5,092.29</b>	<b>6,360.33</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>5,201.26</b>	<b>6,101.65</b>	<b>7,322.59</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	642.25	642.25	642.25
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>4,469.10</b>	<b>5,305.92</b>	<b>6,362.04</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,550.22</b>	<b>4,347.71</b>	<b>5,201.26</b>	<b>6,101.65</b>	<b>7,322.59</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	47.24	(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>(120.53)</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>698.49</b>	<b>932.69</b>	<b>815.14</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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)	0.75	1.00	1.28	1.64	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%	18.41%	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%	14.08%	13.04%	13.12%
净负债率	-23.27%	-14.63%	-40.41%	-44.62%	-50.87%
流动比率	3.55	6.41	6.15	6.97	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	0.75	1.00	1.28	1.64	2.06
每股经营现金流	0.77	1.18	1.26	1.79	1.73
每股净资产	3.22	5.84	6.96	8.27	9.92
<b>估值比率</b>					
市盈率	45.52	33.88	26.55	20.78	16.47
市净率	10.56	5.82	4.89	4.11	3.43
EV/EBITDA	30.89	21.06	18.22	13.69	10.34
EV/EBIT	34.71	22.27	19.12	14.22	10.65

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