

生物股份 (600201)

证券研究报告

2017年12月01日

口蹄疫龙头，强者恒强

1、预计公司全年口蹄疫市场苗收入增速 30%。

养殖行业规模化进程加速背景下，我们测算 3000 头母猪及以上存栏量三年复合增速 40%左右；公司大客户占比 80%左右并不断向中小养殖企业渗透，同时公司净利润率和市场占有率保持高位，进而强化了公司综合竞争力和行业寡头竞争格局！

2、预计公司招采苗收入同比小幅上涨！

口蹄疫政府招采的评标体系正在完善，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，部分省份已成为公司的新增市场。我们预计，公司 2017 年政府招采苗销售收入同比有 5-10%的上涨。

3、非口蹄疫产品收入已成为业绩新增长点。

公司猪圆环疫苗市场反馈很好，预计仅牧原全年采购 7000 万左右，实现了对进口产品的替代，17 年销售收入 1.3-1.5 亿元。在牧原的示范效应下，预计 18 年其它养殖集团有望放量，未来 3-5 年公司在圆环苗市场空间 5-10 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。

4、猪口蹄疫 OA 二价市场苗有望明年初上市。

预计 17 年年底至明年初，中农威特与公司申报的猪用口蹄疫 OA 二价苗将会先后拿到生产批文，当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。

5、公司与益康在产品、技术、渠道上有望协同共振。

我们认为，公司同时拥有口蹄疫和禽流感生产文号。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，未来 3 年通过技改产品升级益康收入体量有望破 5 亿元，18 年开始贡献利润。

投资建议：

我们预计，公司 17-19 年净利润分别为 8.4/11/14 亿元（股权激励费用摊薄后），同比增速分别为 30%/32%/27%，EPS 分别为 0.93/1.22/1.55 元。实际上扣股权费用前，预计 17 年业绩同增 40%，18 年同增 35%。我们认为公司在口蹄疫行业的竞争优势进一步强化，圆环等其它品种有望持续放量，给予 18 年业绩 30 倍估值，6 个月目标价 37 元。给予“买入”评级。

风险提示：产品销量不达预期；疫病风险

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	3,143.55
增长率(%)	17.27	21.70	29.04	30.18	23.36
EBITDA(百万元)	649.35	801.23	1,039.70	1,353.05	1,718.42
净利润(百万元)	479.73	644.54	835.98	1,100.83	1,397.07
增长率(%)	18.65	34.36	29.70	31.68	26.91
EPS(元/股)	0.53	0.72	0.93	1.22	1.55
市盈率(P/E)	52.69	39.21	30.23	22.96	18.09
市净率(P/B)	12.22	6.74	5.34	4.50	3.75
市销率(P/S)	20.28	16.66	12.91	9.92	8.04
EV/EBITDA	30.89	21.06	21.00	15.41	11.63

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	27.31 元
目标价格	37 元
上次目标价	43 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	899.15
流通 A 股股本(百万股)	858.41
A 股总市值(百万元)	24,555.88
流通 A 股市值(百万元)	23,443.27
每股净资产(元)	6.53
资产负债率(%)	21.49
一年内最高/最低(元)	35.96/23.92

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

- 1 《生物股份-季报点评:3 季度业绩超预期，预计 4 季度继续保持高增长!》 2017-10-25
- 2 《生物股份-半年报点评:上半年业绩增速符合预期，预计下半年延续高增长!》 2017-08-28
- 3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,030.01	2,400.65	3,366.68	4,339.19	5,197.88	营业收入	1,246.51	1,517.02	1,957.54	2,548.34	3,143.55
应收账款	255.82	279.09	442.13	466.97	662.38	营业成本	286.33	336.97	469.81	611.60	754.45
预付账款	11.48	9.79	41.98	7.97	56.15	营业税金及附加	7.50	11.56	9.79	12.74	15.72
存货	221.82	229.05	452.48	428.62	634.97	营业费用	178.44	234.86	254.48	318.54	377.23
其他	23.48	301.74	110.28	156.90	188.78	管理费用	183.87	178.78	225.12	293.06	314.35
流动资产合计	1,542.60	3,220.31	4,413.55	5,399.65	6,740.16	财务费用	(12.65)	(14.65)	16.70	19.70	38.20
长期股权投资	99.88	152.52	152.52	152.52	152.52	资产减值损失	20.10	14.98	16.48	17.19	16.22
固定资产	404.74	380.89	340.70	300.51	260.31	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	313.59	225.15	225.15	225.15	225.15	投资净收益	7.60	17.80	10.00	10.00	5.00
无形资产	97.65	269.51	261.86	254.21	246.57	其他	(15.20)	(35.59)	(20.00)	(20.00)	(10.00)
其他	91.76	99.31	75.01	76.95	77.69	营业利润	590.52	772.31	975.16	1,285.51	1,632.38
非流动资产合计	1,007.62	1,127.39	1,055.25	1,009.35	962.25	营业外收入	3.91	8.99	5.23	6.04	6.75
资产总计	2,550.22	4,347.71	5,468.80	6,409.00	7,702.41	营业外支出	0.88	1.76	0.92	1.19	1.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	593.55	779.54	979.47	1,290.36	1,637.84
应付账款	208.58	232.23	402.90	435.03	578.47	所得税	115.79	136.78	146.92	193.55	245.68
其他	226.50	270.37	271.55	295.12	326.00	净利润	477.76	642.76	832.55	1,096.81	1,392.17
流动负债合计	435.07	502.59	674.45	730.15	904.47	少数股东损益	(1.97)	(1.78)	(3.43)	(4.03)	(4.90)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	479.73	644.54	835.98	1,100.83	1,397.07
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.53	0.72	0.93	1.22	1.55
其他	46.55	92.45	57.71	65.57	71.91						
非流动负债合计	46.55	92.45	57.71	65.57	71.91						
负债合计	481.62	595.04	732.16	795.72	976.38						
少数股东权益	(0.19)	3.28	(0.15)	(4.18)	(9.08)	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	572.83	613.15	899.15	899.15	899.15	成长能力					
资本公积	49.67	1,245.01	1,245.01	1,245.01	1,245.01	营业收入	17.27%	21.70%	29.04%	30.18%	23.36%
留存收益	1,558.11	3,168.86	3,837.64	4,718.31	5,835.96	营业利润	22.95%	30.78%	26.27%	31.82%	26.98%
其他	(111.81)	(1,277.64)	(1,245.01)	(1,245.01)	(1,245.01)	归属于母公司净利润	18.65%	34.36%	29.70%	31.68%	26.91%
股东权益合计	2,068.60	3,752.66	4,736.64	5,613.28	6,726.03	获利能力					
负债和股东权益总	2,550.22	4,347.71	5,468.80	6,409.00	7,702.41	毛利率	77.03%	77.79%	76.00%	76.00%	76.00%
						净利率	38.49%	42.49%	42.71%	43.20%	44.44%
						ROE	23.19%	17.19%	17.65%	19.60%	20.74%
						ROIC	78.21%	65.95%	67.27%	85.64%	118.57%
						偿债能力					
						资产负债率	18.89%	13.69%	13.39%	12.42%	12.68%
						净负债率	-23.27%	-14.63%	-38.13%	-46.94%	-52.69%
						流动比率	3.55	6.41	6.54	7.40	7.45
						速动比率	3.04	5.95	5.87	6.81	6.75
						营运能力					
						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	0.40	0.43	0.45
						每股指标(元)					
						每股收益	0.53	0.72	0.93	1.22	1.55
						每股经营现金流	0.55	0.84	0.91	1.34	1.30
						每股净资产	2.30	4.17	5.27	6.25	7.49
						估值比率					
						市盈率	52.69	39.21	30.23	22.96	18.09
						市净率	12.22	6.74	5.34	4.50	3.75
						EV/EBITDA	30.89	21.06	21.00	15.41	11.63
						EV/EBIT	34.71	22.27	22.01	15.98	11.97

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
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com