

生物股份 (600201)

证券研究报告

2018年01月30日

预计公司一季报业绩有望高增长!

公司的护城河优势明显：1) 规模化养殖造就龙头赛道里的领跑者。公司技术研发、市场口碑、营销渠道等首屈一指，未来市场份额仍可保持 55% 左右，预计 17/18/19 年口蹄疫市场苗收入分别为 12.8/17.3/22.5 亿元，同比增速分别为 35%/35%/30%。**2) 非口蹄疫产品从“一枝独秀”到“全面开花”。**口蹄疫市场苗等核心技术改造畜、禽、宠物疫苗等新产品，被改造的第一款产品圆环疫苗 17 年率先实现放量 1.3 亿元，预计 17/18/19 年非口蹄疫产品收入分别为 2.9/4.8/6.7 亿元，同比增速分别为 100%/66%/40%。**3) 走国际化道路，做国际化企业。**公司国际化研发、生产和渠道有望在 18 年加速落地。

年报和一季报业绩增速有望超市场预期。我们在 10 月 25 日发表的公司跟踪报告“3 季度业绩超预期，预计 4 季度继续保持高增长!”中，预计公司全年业绩有望延续第三季度的高增长，继续超市场预期! 根据我们对产业链上下游的判断，我们继续坚定认为增长的主要原因：第一，养殖规模化提升拉动行业扩容逻辑得到验证(17 年口蹄疫市场苗行业同比增速近 40%，公司口蹄疫市场苗市占率总体相对稳定)；第二，产品+服务推动公司率先主动向中小规模养殖企业加速渗透得到验证(公司网络营销渠道 18 年有望进入收获期，中小客户数量占比近年有望逐步提高)。我们预计 17 年公司业绩同比增速 40% (扣股权费用前)，一季报业绩增速有望继续延续。

从“一枝独秀”到“全面开花”。口蹄疫政采苗：市场规范化趋势下，评标体系正在修改和完善，招采主体将更重视对产品品质，预计 17 年公司收入同比增速 10%-15%，18 年目前春防进展符合预期，全年有望保持 17 年市占率。**口蹄疫市场苗：**预计猪 AO 二价苗 18 年 6 月前上市，目前公司正通过提高服务质量、延长合同期等方式，增强客户粘性和公司营销发力，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。**圆环：**17 年产品进入国内部分大型养殖集团并得到市场认可，预计 18 年进口替代需求拉动收入增速有望破 50%。**产品梯队：**17 年 12 月以来公司先后获得多个新兽药证书和批文，未来伪狂犬、布病、牛二联、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。**成长路径“先出业绩，再拉估值”。一方面：益康价值再认识。**公司通过收购益康，快速丰富产品线，现已同时拥有口蹄疫和禽流感生产文号，预计公司有能力将口蹄疫生产技术和渠道与益康进行深度整合，通过技改使得益康收入体量 3 年有望破 5 亿元，18 年开始贡献利润。**另一方面：金宇生物科技产业园区**包括兽用生物制药、人用生物制药、中外合资生化制药、研发配置综合服务几个平台(预计 18-20 年陆续达产)。我们认为公司是顺应国际化行业整合趋势中，有望最快成长为中国版硕腾的标的，未来公司的横向扩张将与国际化资源整合相辅相成。

投资建议：我们预计，公司 17/18/19 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 31%/31%/28%，EPS 分别为 0.94/1.23/1.57 元。实际上扣股权费用前，预计 17 年业绩同增 40%，18 年同增 35%。给 18 年 33 倍 PE，6 个月目标价 40 元。给予“买入”评级。**风险提示：**产品销量不达预期，国际化合作不达预期，市场竞争格局加剧。

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	1,995.95	2,530.50	3,178.56
增长率(%)	17.27	21.70	31.57	26.78	25.61
EBITDA(百万元)	649.35	801.23	1,054.33	1,356.52	1,742.15
净利润(百万元)	479.73	644.54	844.86	1,102.59	1,415.71
增长率(%)	18.65	34.36	31.08	30.51	28.40
EPS(元/股)	0.53	0.72	0.94	1.23	1.57
市盈率(P/E)	56.12	41.77	31.86	24.42	19.02
市净率(P/B)	13.01	7.18	5.67	4.79	3.98
市销率(P/S)	21.60	17.75	13.49	10.64	8.47
EV/EBITDA	30.89	21.06	22.27	16.57	12.42

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	29.94 元
目标价格	40 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)	26,920.65
流通 A 股市值(百万元)	25,700.90
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-公司点评:连获两新兽药和一生产批文,龙头上演“帽子戏法”》 2017-12-26
- 2 《生物股份-公司点评:猪口蹄疫新兽药落地,“英雄”锦上添花》 2017-12-21
- 3 《生物股份-公司深度研究:中国版“硕腾”,时代造英雄!》 2017-12-12

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	3,364.68	4,366.44	5,195.68	营业收入	1,246.51	1,517.02	1,995.95	2,530.50	3,178.56
应收账款	255.82	279.09	456.28	446.46	695.47	营业成本	286.33	336.97	459.07	582.02	731.07
预付账款	11.48	9.79	40.80	6.74	55.40	营业税金及附加	7.50	11.56	9.98	12.65	15.89
存货	221.82	229.05	436.89	401.59	629.04	营业费用	178.44	234.86	269.45	316.31	381.43
其他	23.48	301.74	110.57	156.45	189.55	管理费用	183.87	178.78	259.47	303.66	349.64
流动资产合计	1,542.60	3,220.31	4,409.22	5,377.67	6,765.15	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	25.00	10.00	10.00
无形资产	97.65	269.51	261.86	254.21	246.57	其他	(15.20)	(35.59)	(50.00)	(20.00)	(20.00)
其他	91.76	99.31	75.01	76.95	77.69	营业利润	590.52	772.31	989.79	1,288.97	1,656.11
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	1.00	4.63	4.87
资产总计	2,550.22	4,347.71	5,464.47	6,387.02	7,727.40	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	989.87	1,292.42	1,659.70
应付账款	208.58	232.23	388.38	409.02	573.07	所得税	115.79	136.78	148.48	193.86	248.95
其他	226.50	270.37	274.68	290.69	333.08	净利润	477.76	642.76	841.39	1,098.56	1,410.74
流动负债合计	435.07	502.59	663.06	699.71	906.15	少数股东损益	(1.97)	(1.78)	(3.47)	(4.03)	(4.97)
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	844.86	1,102.59	1,415.71
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.53	0.72	0.94	1.23	1.57
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	720.76	765.28	978.06						
少数股东权益	(0.19)	3.28	(0.19)	(4.22)	(9.19)	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%	31.57%	26.78%	25.61%
留存收益	1,558.11	3,168.86	3,844.74	4,726.81	5,859.38	营业利润	22.95%	30.78%	28.16%	30.23%	28.48%
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%	31.08%	30.51%	28.40%
股东权益合计	2,068.60	3,752.66	4,743.71	5,621.74	6,749.34	获利能力					
负债和股东权益总	2,550.22	4,347.71	5,464.47	6,387.02	7,727.40	毛利率	77.03%	77.79%	77.00%	77.00%	77.00%
						净利率	38.49%	42.49%	42.33%	43.57%	44.54%
						ROE	23.19%	17.19%	17.81%	19.60%	20.95%
						ROIC	78.21%	65.95%	68.27%	85.27%	122.17%
						偿债能力					
						资产负债率	18.89%	13.69%	13.19%	11.98%	12.66%
						净负债率	-23.27%	-14.63%	-38.07%	-47.04%	-53.36%
						流动比率	3.55	6.41	6.65	7.69	7.47
						速动比率	3.04	5.95	5.99	7.11	6.77
						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	5.99	6.04	6.17
						总资产周转率	0.54	0.44	0.41	0.43	0.45
						每股指标(元)					
						每股收益	0.53	0.72	0.94	1.23	1.57
						每股经营现金流	0.55	0.84	0.90	1.37	1.27
						每股净资产	2.30	4.17	5.28	6.26	7.52
						估值比率					
						市盈率	56.12	41.77	31.86	24.42	19.02
						市净率	13.01	7.18	5.67	4.79	3.98
						EV/EBITDA	30.89	21.06	22.27	16.57	12.42
						EV/EBIT	34.71	22.27	23.33	17.17	12.77

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 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