

公司调研点评
生物股份 (600201)
农林牧渔 | 动物保健
产品逐步完善、渠道加速下沉，长期成长依旧

2018年05月08日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 26.91-29.25 元
交易数据

当前价格 (元)	24.80
52周价格区间 (元)	22.48-35.94
总市值 (百万)	22299.00
流通市值 (百万)	21288.65
总股本 (万股)	89915.34
流通股 (万股)	85841.34

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
生物股份	-7.15	-9.69	4.4
动物保健	-2.4	-0.29	-6.77

刘雪晴
分析师

执业证书编号: S0530511030002

0731-84779556

liuxq@cfzq.com

刘丛丛
研究助理

liucc@cfzq.com

相关报告

- 1 《生物股份：生物股份 2017 年年报及 2018 年一季报点评：2017 年业绩延续高增，2018Q1 增速放缓不改全年增长趋势》 2018-05-03
- 2 《生物股份：口蹄疫、猪圆环疫苗齐放量，公司业绩延续高增》 2017-10-27
- 3 《生物股份：公司研究*生物股份 (600201) 2017 年中报点评：口蹄疫维持高增长，圆环新品打开市场空间》 2017-08-31

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	1517.02	1901.01	2354.02	2828.83	3517.65
净利润 (百万元)	644.54	870.09	1053.11	1279.04	1585.74
每股收益 (元)	0.72	0.97	1.17	1.42	1.76
每股净资产 (元)	4.17	4.97	6.16	7.02	8.12
P/E	33.62	24.90	20.58	16.94	13.67
P/B	5.78	4.85	3.91	3.44	2.97

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

➤ **口蹄疫市场苗增速略放缓，全年业绩持续增长无虞。**作为口蹄疫市场苗龙头，公司凭借领先的生产工艺、产品品质以及完善的销售渠道实现了业务的持续稳健增长。2013-2017 年公司营收年均复合增速达到 23.2%，净利润复合增速为 28.2%。2017 年公司实现营业收入 19.01 亿元 (+25.31%)，归母净利润 8.70 亿元 (+34.99%)，业绩延续高增。2018Q1 公司营收仍维持 20% 以上的增速，但净利润增速有所下滑，同比增长 11.40% (若剔除 2018Q1 公司限制性股权激励费用 2514 万元的影响，则 2018Q1 公司扣非后净利润为 3.20 亿元，同比增长 21.37%)。公司一季度业绩增速减缓的原因主要有三：

1) 下游养殖行情低迷。年初至今猪价下跌幅度已超 30%，养殖户普遍陷入亏损状态，公司部分中小型养殖客户弃用市场苗而转向招采苗，公司渠道下沉难度加大，市场苗收入增速也回落至 20% 左右 (2017 年公司口蹄疫市场苗增速约 25%)。

2) 由于口蹄疫市场苗竞争者的加入，公司主动采取买赠等促销措施以抢占市场份额，虽然净利润受到一定影响，但公司口蹄疫市场苗在大型养殖场的份额得到了提升。2018Q2 公司口蹄疫市场苗在温氏股份、牧原股份占比持续上升。

3) 2018Q1 公司口蹄疫招采苗收入下滑约 17%，主要系 2018 年春节招采延后，个别地区招标价格有所下降以及 2018Q1 杨凌金海进口蹄疫招标市场挤占了部分市场份额。虽然猪周期下行、行业新入竞争者会对公司口蹄疫市场苗销量产生影响，但公司凭借完善的渠道销售以及领先于行业的产品品质仍可在处于成长期的口蹄疫市场苗中保持较为稳定的增速，我们预计 2018 年公司口蹄疫市场苗的销量增速在 20% 左右。

➤ **产品布局逐步完善，全年业绩仍可延续增长。**2017 年公司获农业部批准设立“国家反刍动物生物制品重点实验室”，成为行业内唯一同时拥有三个国家级实验室的企业。公司大研发体系依托现有的技术平台，充分结合生产工艺优势，不断加快新产品产业化进程。同时，公司新园区如期整体投产，公司计划在 2018 年确保包括禽流感 (H5+H7)、

猪蓝耳病、猪瘟、伪狂犬、猪流感、支原体和梭菌系列等 15 个产品质量达到国际标准。我们认为随着公司产品的日渐完善以及老产品的工艺升级，公司未来竞争力和经营业绩都将得到进一步提升。

1) 猪圆环疫苗销量超预期。公司凭借口蹄疫疫苗完善的销售渠道以及工艺技术的复制能力，产品组合优势充分发挥。2017 年公司猪圆环疫苗实现销售收入约 1.3 亿元，超出市场预期，2018Q1 猪圆环疫苗销量维持高增，我们预计 2018 年公司圆环收入可达到 2 亿元。

2) 猪口蹄疫 OA 二价苗预计 2018 年中上市，秋防可贡献业绩。由于目前市场尚无猪用 A 型口蹄疫疫苗，牛 O 型-A 型-亚洲 I 型成为养殖户普遍使用的替代性疫苗。2018 年年初，农业部发布公告，自 2018 年 7 月 1 日起全国停止销售、生产、免疫含有亚洲 I 型口蹄疫病毒组分的疫苗，即口蹄疫三价苗将于 2018 年下半年起正式退出市场，未来我国将全面推广 O-A 二价疫苗。公司猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗预计于 2018 年 6-7 月取得生产文号（该产品系公司与兰州所、中农威特、申联生物合作研发，但生产厂商仅有公司与中农威特，目前中农威特 OA 二价苗已上市），该产品是国际上首个获批的猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗，我们预计猪口蹄疫 OA 二价苗秋防便可贡献业绩。

3) 猪伪狂犬疫苗、猪流感二价灭活疫苗贡献业绩增量。公司猪伪狂犬耐热保护剂活疫苗（C 株）于今年一季度上市，18Q1 实现营收 30 万，目前该产品正仍处于试用推广阶段。我们预计伪狂犬疫苗的销售会凭借前期圆环的成功推广经验而成为公司未来业绩的另一增长点。此外，公司猪流感二价灭活疫苗预计于 2018 年下半年上市，该疫苗采用先进的传代细胞培养工艺、纯化浓缩工艺，具有抗原效价高，免疫保护作用强的优势。该产品是国内首个获批的 H1N1、H3N2 猪流感二价灭活疫苗，对进一步丰富公司兽用疫苗产品结构，持续提升公司经营业绩和市场竞争能力都具有积极的促进作用。

4) 益康生物协同互补效应提升。2017 年 7 月公司成功竞得辽宁益康生物股份有限公司 47% 的控股股权，公司由此成为同时拥有口蹄疫和高致病性禽流感两大强制免疫品种的动保企业。辽宁益康产品涵盖禽用、猪用、反刍类及宠物等四大类 50 余个品种，这将极大丰富公司的产品储备和结构完善，协同互补效应明显。2018Q1 益康生物实现营收 5000 多万，实现利润 900 多万，2018 年公司与益康生物将进行深度的渠道整合和工艺改造，预计全年可实现营收 2 亿多，利润 2000~3000 万。

► **渠道下沉，服务升级，长期渗透率仍可持续提升。**2017 年，在国内环保监管趋严、生猪价格下行的背景下，公司营销体系坚持以市场为导向、客户为中心，并依托完善的产品种类、全面覆盖的渠道资源、专业的技术服务团队和检验检测大数据平台，实现由单一产品供应商向一站式防疫服务提供商的全面升级。目前公司在全国有二十多个省级经销商，三个自营省级市场，基本实现了全国省级渠道的全面覆盖。2018 年公司将在稳步提升大型养殖场市场份额的同时，加强地市网络布局，加快向区县二级渠道拓展。我们认为，短期来看，虽然猪价

下行会使得公司向区县二级渠道的下沉难度加大，但中长期来看，随着养殖规模化发展的加速和养殖户防疫意识的提升，公司高品质疫苗的占有率和渗透率仍存在较大的提升空间。

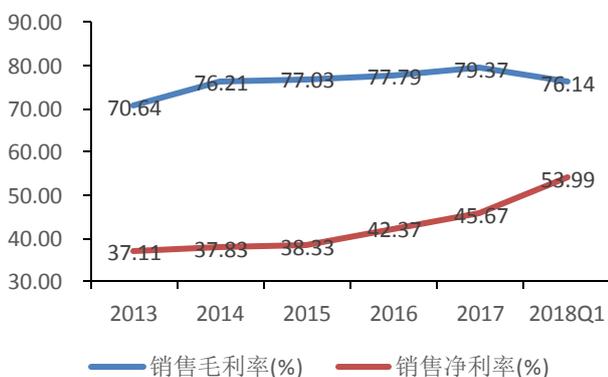
- **研发实力领先，工艺壁垒短期内仍然存在。** 公司是国内首家采用悬浮培养和纯化浓缩技术生产口蹄疫疫苗的厂家，并牵头制定了口蹄疫疫苗抗原含量、杂蛋白含量和抗原杂蛋白检测三项行业新标准。虽然目前行业内口蹄疫生产厂商已基本完成工艺升级，但产品质量和工艺技术处于第一梯队的只有生物股份、中农威特和中牧股份。纯化工艺方面，公司独有的 CTF 纯化浓缩工艺保障了公司产品在抗原得率、杂蛋白含量、免疫副反应、产品均一稳定性等决定产品品质的指标上处于业内领先水平，这也是公司具备的业内其他厂商短期内无法超越的核心竞争力。
- **盈利预测与投资评级。** 我们预计公司 2018、2019 净利润分别为 10.53、12.79 亿元，EPS 分别为 1.17、1.42 元，目前股价对应 2018、2019 年 PE 为 21.20、17.46 倍，给予公司 2018 年 23-25 倍 PE，合理区间为 26.91-29.25 元，维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：疫情风险、产品销量不及预期、政策影响等。**

图 1：公司历年营收及增速



资料来源：wind、财富证券

图 3：公司毛利率、净利率变化



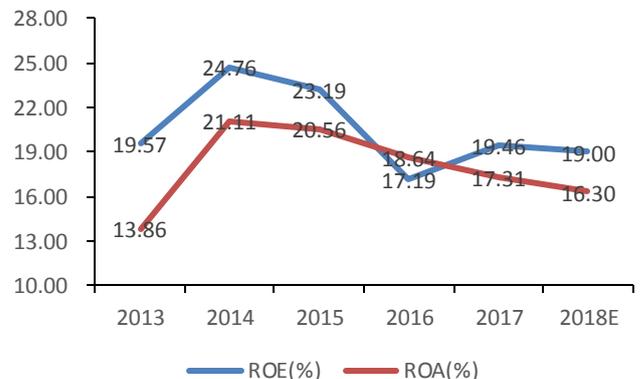
资料来源：wind、财富证券

图 2：公司历年归母净利润及增速



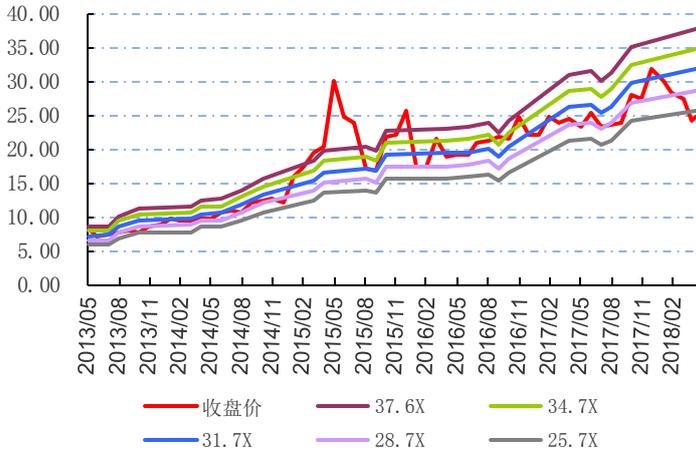
资料来源：wind、财富证券

图 4：公司 ROE、ROA 水平



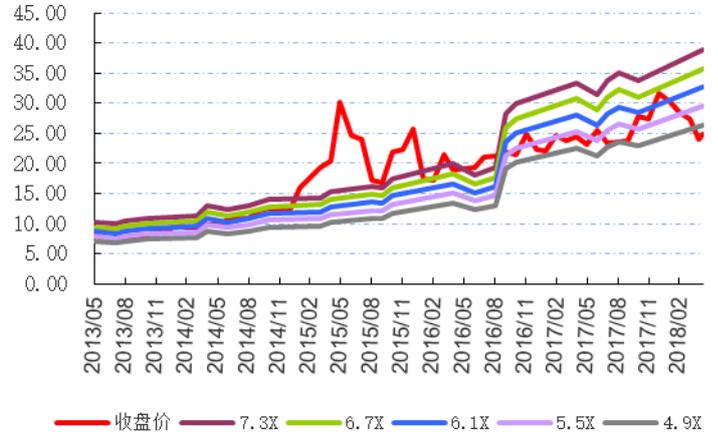
资料来源：wind、财富证券

图 5：公司 P/E



资料来源：wind、财富证券

图 6：公司 P/B



资料来源：wind、财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438