

生物股份 (600201)

证券研究报告

2018年06月21日

高管增持，彰显信心，公司下半年业绩有望加速增长

事件：6月20日，公司公告：1，12个月内，第一大股东不减持公司股份；2，12个月内，董、监、高不减持公司股份；3，6个月内，部分董、监、高增持公司股份，合计增持金额不低于人民币5,000万元，不高于1亿元。
管理层增持，彰显信心。本次以高管自有资金增持，增持方式包括但不限于集中竞价交易和大宗交易，显示出管理层对公司内在价值的认可、发展前景及战略规划的认可。上次公司董、监、高增持计划是2015年7月12日公告，计划未来12个月增持金额2920万元。2015年第3季度公司扣非后归母净利润同比增长近60%。本次增持力度更进一步。

口蹄疫市场苗下半年开始有望加速：我们预计第2季度口蹄疫市场苗收入增速放缓，同比增速15%左右，主要预测依据有三：第一，猪价低迷导致中小养殖户市场苗渗透率下降；第二，中等规模养殖企业产能更新导致短期生猪出栏量减少；第三，下半年行业停售牛三价疫苗，公司调整营销策略加速去库存。下半年市场苗增速有望加快的理由三个：公司公告预计猪OA二价疫苗生产批文6月底有望获得，则根据疫苗市场周期，我们预计8月前后有望量产上市，届时仅行业内仅两家企业可提供此产品，优化市场竞争格局；竞品生产企业产品力、渠道实力、市场占有率均弱于公司，预计公司猪用口蹄疫OA二价苗有望成为爆款；公司下游客户和经销商都将面临补库存需求，叠加第3季度是免疫旺季，销售收入同比有望加速。

圆环疫苗进口替代效果明显：在集团企业的示范效应下，客户数量有望加速增长，我们预计18年圆环收入有望超2亿。公司产品定位于进口替代，无论定价还是营销策略针对性极强，并得到了比较理想的效果。

伪狂犬疫苗有望成为下一个爆点：根据新牧网报道，3月公司新产品上市，试验期产量不多，产品效价很高，我们认为公司产能将逐步提高，考虑到7月前后是大型养殖集团试验尾声窗口期，我们预计上半年订单数量在500万头份左右，预计18年收入4000万，19年收入有望达1亿。

禽流感疫苗技改和市场两手同时抓：目前禽流感市场还是以政采为主，公司与益康之间的销售渠道整合已经实现，根据政府采购网，18年春防益康新增5个前期空白省份的招采目录。未来公司有望通过技术输出，实现对益康禽流感市场苗效价的升级。我们预计18年益康收入2亿元以上。

宠物疫苗有望最先布局，战略进军全球动保前列：相对于经济动物疫苗而言，宠物疫苗给予品牌的溢价能力更多。目前国内市场主要被进口产品占据。公司已经通过收购辽宁益康获得部分宠物疫苗批文，我们预计未来有望通过国际间企业的强强联合在国内率先实现在宠物疫苗的突破。

投资建议：我们预计市场苗渗透率受养殖业影响2季度增速放缓，我们将18年公司归母净利润预测由10.9下调至10.7亿元，预计19-20年归母净利润13.3/17.5亿元，对应EPS1.19/1.48/1.94元，三年复合增速26%。公司历史市盈率在30倍以上，我们维持目标价格35元不变。继续给予“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。

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 | 22.07元 |
| 目标价格 | 35元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 900.41 |
| 流通A股股本(百万股) | 858.41 |
| A股总市值(百万元) | 19,872.12 |
| 流通A股市值(百万元) | 18,945.18 |
| 每股净资产(元) | 5.37 |
| 资产负债率(%) | 18.61 |
| 一年内最高/最低(元) | 35.94/20.88 |

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-季报点评:短期扰动不改变全年预期,应收账款一季度快速积累》 2018-04-29
- 《生物股份-公司研究简报:预计2017年业绩高增长,2018年一季度有望延续》 2018-03-08
- 《生物股份-公司点评:预计公司一季报业绩有望高速增长!》 2018-01-30

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,517.02 | 1,901.01 | 2,413.25 | 2,992.43 | 3,867.47 |
| 增长率(%) | 21.70 | 25.31 | 26.95 | 24.00 | 29.24 |
| EBITDA(百万元) | 801.23 | 1,050.02 | 1,317.35 | 1,628.79 | 2,133.43 |
| 净利润(百万元) | 644.54 | 870.09 | 1,070.40 | 1,333.30 | 1,746.31 |
| 增长率(%) | 34.36 | 34.99 | 23.02 | 24.56 | 30.98 |
| EPS(元/股) | 0.72 | 0.97 | 1.19 | 1.48 | 1.94 |
| 市盈率(P/E) | 30.83 | 22.84 | 18.57 | 14.90 | 11.38 |
| 市净率(P/B) | 5.30 | 4.44 | 3.43 | 2.90 | 2.41 |
| 市销率(P/S) | 13.10 | 10.45 | 8.23 | 6.64 | 5.14 |
| EV/EBITDA | 21.06 | 24.56 | 11.84 | 9.07 | 6.28 |

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) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 2,400.65 | 2,451.76 | 4,113.78 | 4,911.06 | 6,266.29 | 营业收入 | 1,517.02 | 1,901.01 | 2,413.25 | 2,992.43 | 3,867.47 |
| 应收账款 | 279.09 | 577.87 | 349.29 | 835.31 | 751.45 | 营业成本 | 336.97 | 392.12 | 526.49 | 644.24 | 783.77 |
| 预付账款 | 9.79 | 4.04 | 25.81 | 7.49 | 30.04 | 营业税金及附加 | 11.56 | 17.30 | 18.29 | 24.24 | 31.94 |
| 存货 | 229.05 | 230.59 | 479.02 | 349.46 | 644.88 | 营业费用 | 234.86 | 270.92 | 345.09 | 418.94 | 522.11 |
| 其他 | 301.74 | 854.67 | 403.72 | 519.80 | 605.32 | 管理费用 | 178.78 | 241.24 | 308.90 | 359.09 | 464.10 |
| 流动资产合计 | 3,220.31 | 4,118.93 | 5,371.62 | 6,623.13 | 8,297.98 | 财务费用 | (14.65) | (34.75) | 16.70 | 19.70 | 38.20 |
| 长期股权投资 | 152.52 | 204.26 | 204.26 | 204.26 | 204.26 | 资产减值损失 | 14.98 | 27.07 | 15.00 | 15.00 | 20.00 |
| 固定资产 | 380.89 | 398.98 | 361.16 | 323.33 | 285.51 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 225.15 | 303.41 | 303.41 | 303.41 | 303.41 | 投资净收益 | 17.80 | 35.27 | 70.00 | 50.00 | 40.00 |
| 无形资产 | 269.51 | 353.94 | 343.90 | 333.86 | 323.81 | 其他 | (35.59) | (73.68) | (140.00) | (100.00) | (80.00) |
| 其他 | 99.31 | 304.05 | 160.94 | 183.58 | 212.28 | 营业利润 | 772.31 | 1,025.52 | 1,252.78 | 1,561.23 | 2,047.36 |
| 非流动资产合计 | 1,127.39 | 1,564.64 | 1,373.67 | 1,348.44 | 1,329.27 | 营业外收入 | 8.99 | 0.23 | 4.38 | 4.53 | 3.05 |
| 资产总计 | 4,347.71 | 5,683.57 | 6,745.29 | 7,971.56 | 9,627.25 | 营业外支出 | 1.76 | 0.38 | 1.01 | 1.05 | 0.81 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利润总额 | 779.54 | 1,025.37 | 1,256.15 | 1,564.71 | 2,049.59 |
| 应付账款 | 232.23 | 320.79 | 410.79 | 471.39 | 617.84 | 所得税 | 136.78 | 157.16 | 188.42 | 234.71 | 307.44 |
| 其他 | 270.37 | 740.62 | 446.79 | 531.23 | 639.03 | 净利润 | 642.76 | 868.21 | 1,067.73 | 1,330.00 | 1,742.15 |
| 流动负债合计 | 502.59 | 1,061.41 | 857.58 | 1,002.62 | 1,256.87 | 少数股东损益 | (1.78) | (1.89) | (2.67) | (3.30) | (4.15) |
| 长期借款 | 0.00 | 2.58 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 644.54 | 870.09 | 1,070.40 | 1,333.30 | 1,746.31 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益(元) | 0.72 | 0.97 | 1.19 | 1.48 | 1.94 |
| 其他 | 92.45 | 141.64 | 93.55 | 109.21 | 114.80 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 92.45 | 144.22 | 93.55 | 109.21 | 114.80 | | | | | | |
| 负债合计 | 595.04 | 1,205.64 | 951.13 | 1,111.83 | 1,371.67 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 3.28 | 7.25 | 4.58 | 1.29 | (2.87) | 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 股本 | 613.15 | 899.15 | 900.41 | 900.41 | 900.41 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 1,245.01 | 1,558.81 | 1,545.48 | 1,547.70 | 1,550.67 | 营业收入 | 21.70% | 25.31% | 26.95% | 24.00% | 29.24% |
| 留存收益 | 3,168.86 | 4,046.18 | 4,889.17 | 5,958.03 | 7,358.04 | 营业利润 | 30.78% | 32.79% | 22.16% | 24.62% | 31.14% |
| 其他 | (1,277.64) | (2,033.47) | (1,545.48) | (1,547.70) | (1,550.67) | 归属于母公司净利润 | 34.36% | 34.99% | 23.02% | 24.56% | 30.98% |
| 股东权益合计 | 3,752.66 | 4,477.94 | 5,794.16 | 6,859.73 | 8,255.58 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总 | 4,347.71 | 5,683.57 | 6,745.29 | 7,971.56 | 9,627.25 | 毛利率 | 77.79% | 79.37% | 78.18% | 78.47% | 79.73% |
| | | | | | | 净利率 | 42.49% | 45.77% | 44.36% | 44.56% | 45.15% |
| | | | | | | ROE | 17.19% | 19.46% | 18.49% | 19.44% | 21.15% |
| | | | | | | ROIC | 65.95% | 66.94% | 62.56% | 88.42% | 100.42% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 13.69% | 21.21% | 14.10% | 13.95% | 14.25% |
| | | | | | | 净负债率 | -14.63% | -40.33% | -21.55% | -46.11% | -46.02% |
| | | | | | | 流动比率 | 6.41 | 3.88 | 6.26 | 6.61 | 6.60 |
| | | | | | | 速动比率 | 5.95 | 3.66 | 5.71 | 6.26 | 6.09 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 5.67 | 4.44 | 5.21 | 5.05 | 4.87 |
| | | | | | | 存货周转率 | 6.73 | 8.27 | 6.80 | 7.22 | 7.78 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.44 | 0.38 | 0.39 | 0.41 | 0.44 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.72 | 0.97 | 1.19 | 1.48 | 1.94 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.84 | 0.99 | 1.50 | 1.15 | 1.89 |
| | | | | | | 每股净资产 | 4.16 | 4.97 | 6.43 | 7.62 | 9.17 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 30.83 | 22.84 | 18.57 | 14.90 | 11.38 |
| | | | | | | 市净率 | 5.30 | 4.44 | 3.43 | 2.90 | 2.41 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 21.06 | 24.56 | 11.84 | 9.07 | 6.28 |
| | | | | | | EV/EBIT | 22.27 | 26.12 | 12.29 | 9.35 | 6.42 |

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 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |