

生物股份 (600201)

证券研究报告

2018年07月11日

获蓝耳嵌合毒株活苗证书，有望成为下一个口蹄疫

事件：公司全资子公司扬州优邦与其他单位联合申报的猪繁殖与呼吸综合征嵌合病毒活疫苗（PC株）为新兽药，并核发了《新兽药注册证书》。

蓝耳苗有望成为下一个口蹄疫？当前蓝耳病是困扰猪场第一大病，痛点有两个：疫苗的有效性和安全性。由于蓝耳病是全球免疫疫病并且尚无理想产品，其潜在市场需求超过口蹄疫，预计市场空间40亿以上。公司蓝耳（PC株）是利用反向遗传技术同时包含了经典毒株的非结构蛋白基因和高致病性毒株的主要结构蛋白基因，卖点有三：1）嵌合经典和高致病性基因，免疫原性好。2）基因工程技术改造，安全性优于传统弱毒疫苗。3）特殊的核酸序列标记，可区分感染源，可用于净化。预计产品下半年可贡献收入。**猪口蹄疫二价苗下半年有望成主流：**合规化产品优化渠道营销能力和“先打后补”政策推广，虽然传统牛三价口蹄疫疫苗能满足猪的防疫需求，但由于靶向动物指向上存在一定不合规性，公司在市场推广与市场在“先打后补”政策的执行等方面始终存在一定不便利之处。我们预计，猪二价口蹄疫市场苗有望打通当前养殖端面临的产品有效性、合规性和补贴的可行性痛点。

圆环疫苗进口替代效果明显：在集团企业的示范效应下，今年客户数量有望实现快速扩张，预计18年圆环疫苗收入有望达2亿元。打造定位于进口替代，无论定价还是营销策略针对性极强，我们测算圆环疫苗收入17年收入超预期达到1.3亿元。

伪狂犬疫苗有望成为下一个增长点：根据新牧网报道，3月新产品上市，产品效价很高，市场局面供不应求，我们预计公司5月份起将根据市场需求逐渐提高产量，7月是大型养殖集团试验尾声窗口期，预计上半年订单数量在500万头份左右，预计18年收入有望达4000万元，19年收入有望达1亿元。

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。

从长期看来，公司在研发、工艺、渠道和产品力上较国内企业优势明显，未来畜、禽、宠物的单苗及联苗等产品梯队丰富，随着今年新工业园区的陆续投产，公司率先完成生产线P3标准升级转化，并向平台型企业的转变再进一步，从而有望实现为猪场提供只能整体疫病防疫方案，6月20日公司公告董监高增持，进一步彰显了管理层对公司内在价值的认可、发展前景及战略规划长期认同与信心。

投资建议：我们预计公司18-20年归母净利润10.7/13.3/17.5亿元，对应EPS0.91/1.14/1.49元，三年复合增速26%。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。

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)	0.55	0.74	0.91	1.14	1.49
市盈率(P/E)	27.59	20.44	16.61	13.34	10.18
市净率(P/B)	4.74	3.98	2.93	2.49	2.08
市销率(P/S)	11.72	9.35	7.37	5.94	4.60
EV/EBITDA	21.06	24.56	10.05	7.62	5.17

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	15.19元
目标价格	27元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,170.54
流通A股股本(百万股)	1,137.12
A股总市值(百万元)	17,780.46
流通A股市值(百万元)	17,272.89
每股净资产(元)	5.37
资产负债率(%)	18.61
一年内最高/最低(元)	35.30/13.86

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:猪用口蹄疫生产文号获批，公司管理层执行力极强》2018-07-07
- 《生物股份-公司点评:高管增持，彰显信心，公司下半年业绩有望加速增长》2018-06-21
- 《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



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,400.65	2,451.76	4,383.90	5,181.18	6,536.41
应收账款	279.09	577.87	349.29	835.31	751.45
预付账款	9.79	4.04	25.81	7.49	30.04
存货	229.05	230.59	479.02	349.46	644.88
其他	301.74	854.67	403.72	519.80	605.32
流动资产合计	3,220.31	4,118.93	5,641.75	6,893.25	8,568.10
长期股权投资	152.52	204.26	204.26	204.26	204.26
固定资产	380.89	398.98	361.16	323.33	285.51
在建工程	225.15	303.41	303.41	303.41	303.41
无形资产	269.51	353.94	343.90	333.86	323.81
其他	99.31	304.05	160.94	183.58	212.28
非流动资产合计	1,127.39	1,564.64	1,373.67	1,348.44	1,329.27
资产总计	4,347.71	5,683.57	7,015.42	8,241.69	9,897.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	232.23	320.79	410.79	471.39	617.84
其他	270.37	740.62	446.79	531.23	639.03
流动负债合计	502.59	1,061.41	857.58	1,002.62	1,256.87
长期借款	0.00	2.58	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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)
股本	613.15	899.15	1,170.54	1,170.54	1,170.54
资本公积	1,245.01	1,558.81	1,545.48	1,547.70	1,550.67
留存收益	3,168.86	4,046.18	4,889.17	5,958.03	7,358.04
其他	(1,277.64)	(2,033.47)	(1,545.48)	(1,547.70)	(1,550.67)
股东权益合计	3,752.66	4,477.94	6,064.29	7,129.85	8,525.71
负债和股东权益总	4,347.71	5,683.57	7,015.42	8,241.69	9,897.38

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	642.76	868.21	1,070.40	1,333.30	1,746.31
折旧摊销	58.90	64.72	47.87	47.87	47.87
财务费用	0.00	0.00	16.70	19.70	38.20
投资损失	(17.80)	(35.27)	(70.00)	(50.00)	(40.00)
营运资金变动	(181.91)	(339.81)	285.82	(313.88)	(85.11)
其它	254.16	333.59	(2.67)	(3.30)	(4.15)
经营活动现金流	756.12	891.44	1,348.12	1,033.69	1,703.11
资本支出	109.89	245.71	48.09	(15.67)	(5.59)
长期投资	52.65	51.73	0.00	0.00	0.00
其他	(545.59)	(2,396.82)	35.24	63.44	42.62
投资活动现金流	(383.05)	(2,099.37)	83.33	47.78	37.04
债权融资	0.50	2.58	0.33	0.28	0.20
股权融资	1,283.09	193.73	718.21	(15.26)	(33.36)
其他	(286.02)	(5.74)	(217.86)	(269.21)	(351.76)
筹资活动现金流	997.57	190.57	500.69	(284.19)	(384.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,370.64	(1,017.36)	1,932.14	797.28	1,355.23

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,517.02	1,901.01	2,413.25	2,992.43	3,867.47
营业成本	336.97	392.12	526.49	644.24	783.77
营业税金及附加	11.56	17.30	18.29	24.24	31.94
营业费用	234.86	270.92	345.09	418.94	522.11
管理费用	178.78	241.24	308.90	359.09	464.10
财务费用	(14.65)	(34.75)	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	14.98	27.07	15.00	15.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.80	35.27	70.00	50.00	40.00
其他	(35.59)	(73.68)	(140.00)	(100.00)	(80.00)
营业利润	772.31	1,025.52	1,252.78	1,561.23	2,047.36
营业外收入	8.99	0.23	4.38	4.53	3.05
营业外支出	1.76	0.38	1.01	1.05	0.81
利润总额	779.54	1,025.37	1,256.15	1,564.71	2,049.59
所得税	136.78	157.16	188.42	234.71	307.44
净利润	642.76	868.21	1,067.73	1,330.00	1,742.15
少数股东损益	(1.78)	(1.89)	(2.67)	(3.30)	(4.15)
归属于母公司净利润	644.54	870.09	1,070.40	1,333.30	1,746.31
每股收益(元)	0.55	0.74	0.91	1.14	1.49

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	21.70%	25.31%	26.95%	24.00%	29.24%
营业利润	30.78%	32.79%	22.16%	24.62%	31.14%
归属于母公司净利润	34.36%	34.99%	23.02%	24.56%	30.98%
获利能力					
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%	17.66%	18.70%	20.48%
ROIC	65.95%	66.94%	62.56%	88.42%	100.42%
偿债能力					
资产负债率	13.69%	21.21%	13.56%	13.49%	13.86%
净负债率	-14.63%	-40.33%	-20.59%	-48.15%	-47.73%
流动比率	6.41	3.88	6.58	6.88	6.82
速动比率	5.95	3.66	6.02	6.53	6.30
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	0.38	0.39	0.43
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.74	0.91	1.14	1.49
每股经营现金流	0.65	0.76	1.15	0.88	1.45
每股净资产	3.20	3.82	5.18	6.09	7.29
估值比率					
市盈率	26.06	19.31	15.69	12.60	9.62
市净率	4.48	3.76	2.77	2.36	1.97
EV/EBITDA	21.06	24.56	9.30	7.02	4.71
EV/EBIT	22.27	26.12	9.66	7.23	4.82

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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com