

生物股份 (600201)

证券研究报告

2019年08月23日

上半年受非瘟影响业绩承压，预计下半年逐步好转

事件：公司发布 2019 年半年度报告，报告期内实现营业收入 5.11 亿元，同比下降 32.85%；归母净利润 1.70 亿元，同比下降 52.67%。

非瘟疫情冲击延续，公司业绩因此承压

2019 年上半年，受非洲猪瘟疫情常态化影响，国内生猪存栏量出现大幅下降，直接影响了猪用疫苗的需求，公司业绩因此承压。尽管公司根据市场变化，对产销结构进行调整，在禽用疫苗和反刍疫苗等领域方面加大销售力度，但短期仍难以抵消猪用疫苗下滑的影响。从主要子公司的业绩表现来看，上半年以销售口蹄疫疫苗为主的金宇保灵实现营收 3.52 亿元，同比下滑 40.03%；以销售圆环疫苗为主的扬州优邦实现营收 0.45 亿元，同比下滑 42.31%；以销售禽流感疫苗为主的辽宁益康实现营收 0.91 亿元，同比增长 21.33%。

以智能制造提升核心竞争力，以创新驱动完善产品结构

上半年，金宇生物科技产业园区一期项目进展顺利，所有车间预计将在下半年完成 GMP 动态验收，年底前可全部投产运营。新园区智能制造实现了疫苗制造全生命周期在最优选工艺参数下完成，将进一步提升公司核心竞争力。此外，公司不断提升自主研发能力，在宠物多联多价疫苗、药品与诊断试剂研制方面进行技术革新。报告期内，公司获得专利授权 3 项，申请发明专利 2 项，取得呼吸综合征嵌合病毒活疫苗(PC 株)生产文号，塞内卡病毒灭活疫苗，猪传染性肠胃炎、猪流行性腹泻二联活疫苗，犬三联活疫苗等研发项目进展顺利。

下游结构化补栏有望带动业绩改善，未来或将受益非瘟疫苗商业化

尽管下游生猪养殖行业产能去化对公司短期业绩造成一定影响，但是对生物安全的重视以及养殖规模化趋势不改，随着未来规模化猪场陆续补栏，公司猪用疫苗业务有望得到改善。此外，公司现已具备猪、禽、反刍、宠物等疫苗及诊断试剂等常用产品，逐渐形成向养殖企业提供一整套疫病防控解决方案的能力，随着新品的不断上市未来有望为公司持续贡献业绩。另一方面，目前国内非瘟疫苗的研究已经取得阶段性进展，未来若成功实现商业化，公司作为行业内龙头公司并且曾经承担过国家重大防疫任务，有望受益。

盈利预测与投资建议

由于疫情的持续影响，我们对公司业绩进行调整，预计 19/20/21 年公司归母净利润 6.03/8.08/10.06 亿元（前值 7.87/9.34/11.29 亿元），EPS 为 0.54/0.72/0.89 元，对应 PE 分别为 32/24/19 倍，继续给予“买入”评级。

风险提示：疫情风险；市场竞争风险；行业政策风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,901.01	1,896.61	1,576.29	2,047.31	2,509.89
增长率(%)	25.31	(0.23)	(16.89)	29.88	22.59
EBITDA(百万元)	1,050.02	1,035.92	788.24	1,052.56	1,310.39
净利润(百万元)	870.09	754.47	602.71	807.74	1,006.26
增长率(%)	34.99	(13.29)	(20.11)	34.02	24.58
EPS(元/股)	0.77	0.67	0.54	0.72	0.89
市盈率(P/E)	21.88	25.23	31.58	23.56	18.91
市净率(P/B)	4.26	3.78	3.27	2.98	2.68
市销率(P/S)	10.01	10.04	12.07	9.30	7.58
EV/EBITDA	24.56	17.01	20.63	14.94	11.68

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	16.9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,126.24
流通 A 股股本(百万股)	1,126.24
A 股总市值(百万元)	19,033.46
流通 A 股市值(百万元)	19,033.46
每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	10.60
一年内最高/最低(元)	18.78/14.11

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

王聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080001
wccong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《生物股份-年报点评报告:股份回购彰显发展信心，静待养殖后周期发力》 2019-04-30
- 《生物股份-公司点评:蓝耳弱毒苗获批文，产品矩阵不断完善》 2019-03-27
- 《生物股份-公司研究简报:生猪养殖后周期之首选标的》 2019-01-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,451.76	1,728.41	2,763.99	3,297.57	3,789.08
应收票据及应收账款	470.10	778.70	367.44	553.47	575.52
预付账款	4.04	6.66	11.09	6.69	13.33
存货	230.59	313.05	217.47	415.97	350.89
其他	962.44	884.67	867.33	958.49	915.17
流动资产合计	4,118.93	3,711.50	4,227.32	5,232.18	5,644.00
长期股权投资	204.26	208.54	208.54	208.54	208.54
固定资产	398.98	757.95	1,136.11	1,402.47	1,586.76
在建工程	303.41	737.65	478.59	335.15	231.09
无形资产	353.94	480.61	444.97	409.34	373.71
其他	304.05	415.82	380.22	417.10	403.57
非流动资产合计	1,564.64	2,600.58	2,648.44	2,772.62	2,803.67
资产总计	5,683.57	6,313.21	6,876.14	8,005.30	8,448.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	244.42	324.10	174.41	445.02	275.86
其他	816.99	617.99	522.83	762.03	618.07
流动负债合计	1,061.41	942.09	697.24	1,207.05	893.93
长期借款	2.58	2.58	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	141.64	145.97	126.69	138.10	136.92
非流动负债合计	144.22	148.55	126.69	138.10	136.92
负债合计	1,205.64	1,090.65	823.93	1,345.15	1,030.85
少数股东权益	7.25	191.13	222.85	265.36	318.32
股本	899.15	1,170.54	1,126.24	1,126.24	1,126.24
资本公积	1,558.81	1,309.53	1,309.53	1,309.53	1,309.53
留存收益	4,046.18	4,281.24	4,703.13	5,268.55	5,972.93
其他	(2,033.47)	(1,729.87)	(1,309.53)	(1,309.53)	(1,309.53)
股东权益合计	4,477.94	5,222.57	6,052.22	6,660.15	7,417.49
负债和股东权益总	5,683.57	6,313.21	6,876.14	8,005.30	8,448.34

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	868.21	749.60	602.71	807.74	1,006.26
折旧摊销	64.72	97.20	76.54	92.71	105.41
财务费用	0.00	2.64	(37.56)	(40.46)	(41.15)
投资损失	(35.27)	(50.14)	(34.40)	(34.40)	(34.40)
营运资金变动	(318.49)	(644.46)	291.05	13.18	(221.10)
其它	312.28	267.61	31.72	42.51	52.96
经营活动现金流	891.44	422.46	930.05	881.27	867.99
资本支出	245.71	1,162.49	179.28	168.59	151.18
长期投资	51.73	4.29	0.00	0.00	0.00
其他	(2,396.82)	(1,292.13)	(304.13)	(314.31)	(266.95)
投资活动现金流	(2,099.37)	(125.35)	(124.84)	(145.72)	(115.77)
债权融资	2.58	2.58	0.17	0.06	0.07
股权融资	194.73	115.08	415.79	42.66	43.35
其他	(6.74)	(783.72)	(185.59)	(244.68)	(304.13)
筹资活动现金流	190.57	(666.06)	230.37	(201.97)	(260.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,017.36)	(368.95)	1,035.58	533.58	491.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,901.01	1,896.61	1,576.29	2,047.31	2,509.89
营业成本	392.12	521.55	448.01	559.12	653.24
营业税金及附加	17.30	22.43	15.00	20.77	26.34
营业费用	270.92	257.04	212.80	276.39	338.84
管理费用	241.24	146.60	94.58	122.84	150.59
研发费用	71.65	107.43	94.58	102.37	125.49
财务费用	(34.75)	(36.47)	(37.56)	(40.46)	(41.15)
资产减值损失	27.07	60.02	34.03	40.37	44.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	35.27	50.14	34.40	34.40	34.40
其他	(145.33)	(121.36)	(68.80)	(68.80)	(68.80)
营业利润	1,025.52	889.24	749.26	1,000.32	1,246.13
营业外收入	0.23	0.90	1.00	0.71	0.87
营业外支出	0.38	0.84	0.99	0.74	0.85
利润总额	1,025.37	889.30	749.27	1,000.29	1,246.15
所得税	157.16	139.70	114.84	150.04	186.92
净利润	868.21	749.60	634.43	850.25	1,059.23
少数股东损益	(1.89)	(4.86)	31.72	42.51	52.96
归属于母公司净利润	870.09	754.47	602.71	807.74	1,006.26
每股收益(元)	0.77	0.67	0.54	0.72	0.89

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	25.31%	-0.23%	-16.89%	29.88%	22.59%
营业利润	32.79%	-13.29%	-15.74%	33.51%	24.57%
归属于母公司净利润	34.99%	-13.29%	-20.11%	34.02%	24.58%
获利能力					
毛利率	79.37%	72.50%	71.58%	72.69%	73.97%
净利率	45.77%	39.78%	38.24%	39.45%	40.09%
ROE	19.46%	15.00%	10.34%	12.63%	14.17%
ROIC	66.94%	41.68%	18.68%	26.72%	33.14%
偿债能力					
资产负债率	21.21%	17.28%	11.98%	16.80%	12.20%
净负债率	-54.69%	-33.05%	-45.67%	-49.51%	-51.08%
流动比率	3.88	3.94	6.06	4.34	6.31
速动比率	3.66	3.61	5.75	3.99	5.92
营运能力					
应收账款周转率	5.11	3.04	2.75	4.45	4.45
存货周转率	8.27	6.98	5.94	6.46	6.55
总资产周转率	0.38	0.32	0.24	0.28	0.31
每股指标(元)					
每股收益	0.77	0.67	0.54	0.72	0.89
每股经营现金流	0.79	0.38	0.83	0.78	0.77
每股净资产	3.97	4.47	5.18	5.68	6.30
估值比率					
市盈率	21.88	25.23	31.58	23.56	18.91
市净率	4.26	3.78	3.27	2.98	2.68
EV/EBITDA	24.56	17.01	20.63	14.94	11.68
EV/EBIT	26.12	18.77	22.84	16.39	12.70

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