

海利生物 (603718)

证券研究报告

2017 年 08 月 28 日

困境中“逆袭”，下半年公司业绩有望迎来“拐点”！

事件：

今天公司公告中报，1-6 月营业收入 1.47 亿元，同减 6.19%，归母净利润 5383 万元，同增 5.45%。

上半年公司业绩在困境中“逆袭”！

上半年公司收入出现小幅下滑（-6.19%），主要原因：招采政策上猪瘟、蓝耳退出招采降低原有业务收入和杨凌金海口蹄疫市场苗预计下半年上市销售。但是公司归母净利润仍然保持了小幅上涨（5.45%），主要原因：从产品上看来，根据草根调研公司圆环等产品有提升，我们预计阿方 BB 公司的抗原纯化、浓缩和佐剂技术确有渗透到公司非口蹄疫疫苗以外的其它产品；从渠道上来看，根据草根调研公司在原有发达的销售网络体系上，进一步引入了行业优秀的大客户经销商，提高了销售和技术服务力量和管理效率。我们预计公司将在每个省设定 1-2 家经销商，主要按客户规模并配合经销商擅长领域划分（比如擅长技术或者擅长市场等），同时增加公司与阿方之间的技术交流和学习。

下半年公司业绩有望迎来“拐点”！

根据草根调研，公司口蹄疫市场苗于 7 月份开始上市销售，根据批签发数据，我们预计公司已经生产两批产品。从抗原含量来看，根据我们草根调研，抽检结果已逐步达到公司质控水平（30 微克/头份）；从批间差来看，根据 BB 公司前期供给台湾的口蹄疫疫苗，我们预计控制批间差较低是阿方核心技术之一，并已输出到新产品上；从保护力上来看，公司产品通过增加有效抗原含量和降低衰减时间来提高保护效果。我们认为，公司口蹄疫疫苗抗原浓度高的卖点优势明显，此外还可以配合试剂盒做野毒还是疫苗毒检测，产品上市后销售情况值得期待。我们预计，2017 年公司口蹄疫市场苗销售收入 1.3-1.5 亿元，非口蹄疫产品（圆环、猪瘟、蓝耳等）在产品升级和免疫策略调整后仍可获得较高增长。

投资建议：我们预计，公司 17/18 年净利润分别为 1.4/2.3 亿，EPS 为 0.22/0.35 元，建议重点关注

风险提示：口蹄疫市场苗销量不达预期；疫情风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	316.58	343.34	554.30	787.70	1,108.02
增长率(%)	10.97	8.45	61.44	42.11	40.66
EBITDA(百万元)	131.09	119.85	182.74	276.15	400.62
净利润(百万元)	95.40	85.54	140.83	227.95	337.37
增长率(%)	(5.75)	(10.34)	64.64	61.86	48.00
EPS(元/股)	0.15	0.13	0.22	0.35	0.52
市盈率(P/E)	94.57	105.48	64.07	39.58	26.74
市净率(P/B)	9.76	9.19	8.29	7.18	5.98
市销率(P/S)	28.50	26.28	16.28	11.45	8.14
EV/EBITDA	107.71	94.67	47.67	30.61	21.18

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	14.01 元
目标价格	23 元
上次目标价	23 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	644.00
流通 A 股股本(百万股)	304.93
A 股总市值(百万元)	9,022.44
流通 A 股市值(百万元)	4,272.13
每股净资产(元)	1.61
资产负债率(%)	32.07
一年内最高/最低(元)	21.40/12.50

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 《海利生物-公司点评:口蹄疫新贵登场，销量值得期待》 2017-07-10
- 2 《海利生物-公司点评:参股裕隆生物，开启“动保+人保”双轮驱动！》 2017-04-16
- 3 《海利生物-公司点评:口蹄疫疫苗批文靴子落地，政策红利下迎黄金时代！》 2017-03-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	402.25	284.33	443.44	630.16	886.42
应收账款	18.03	12.24	72.90	28.67	211.40
预付账款	29.08	0.86	47.19	8.59	58.16
存货	34.09	40.15	33.79	43.19	75.01
其他	304.53	490.94	265.51	353.79	370.58
流动资产合计	787.99	828.52	862.83	1,064.41	1,601.57
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	158.68	385.83	370.07	354.31	338.56
在建工程	214.51	56.16	56.16	56.16	56.16
无形资产	66.25	128.73	125.07	121.42	117.77
其他	12.89	80.66	38.37	32.61	37.59
非流动资产合计	452.33	651.38	589.67	564.50	550.08
资产总计	1,240.32	1,479.90	1,452.50	1,628.91	2,151.64
短期借款	0.00	10.84	108.79	75.22	187.44
应付账款	62.44	144.51	38.44	136.73	49.52
其他	43.53	104.02	106.88	92.01	169.61
流动负债合计	105.97	259.38	254.11	303.96	406.58
长期借款	86.40	130.00	25.91	0.00	211.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	84.64	85.17	72.89	80.90	79.65
非流动负债合计	171.04	215.17	98.80	80.90	290.68
负债合计	277.01	474.55	352.91	384.85	697.26
少数股东权益	39.26	23.77	11.77	(12.59)	(55.22)
股本	280.00	644.00	644.00	644.00	644.00
资本公积	482.94	146.94	140.28	141.39	142.87
留存收益	644.04	337.58	443.83	612.64	865.61
其他	(482.94)	(146.94)	(140.28)	(141.39)	(142.87)
股东权益合计	963.31	1,005.35	1,099.59	1,244.05	1,454.39
负债和股东权益总	1,240.32	1,479.90	1,452.50	1,628.91	2,151.64

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	91.33	70.05	140.83	227.95	337.37
折旧摊销	29.82	51.42	19.41	19.41	19.41
财务费用	0.09	5.87	16.70	19.70	38.20
投资损失	(3.29)	(10.47)	(4.59)	(6.11)	(7.05)
营运资金变动	(166.01)	(215.22)	91.60	75.68	(305.63)
其它	249.74	206.74	(12.01)	(24.36)	(42.64)
经营活动现金流	201.69	108.39	251.95	312.26	39.65
资本支出	138.96	176.28	12.28	(8.01)	1.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(576.42)	(491.50)	(1.03)	13.01	4.33
投资活动现金流	(437.46)	(315.22)	11.25	5.00	5.57
债权融资	86.40	210.84	158.04	106.33	439.95
股权融资	426.29	26.80	(23.37)	(18.59)	(36.72)
其他	(141.39)	(148.81)	(238.76)	(218.28)	(192.21)
筹资活动现金流	371.31	88.83	(104.09)	(130.54)	211.03
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	135.53	(118.01)	159.11	186.72	256.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	316.58	343.34	554.30	787.70	1,108.02
营业成本	73.53	84.03	77.23	100.40	130.52
营业税金及附加	0.66	1.83	2.77	3.94	5.54
营业费用	91.01	116.15	188.46	259.94	354.57
管理费用	53.81	78.17	127.49	173.29	243.76
财务费用	(8.35)	1.20	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	(0.41)	(0.69)	(0.39)	(0.50)	(0.53)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.29	10.47	4.59	6.11	7.05
其他	(6.58)	(20.93)	(9.17)	(12.23)	(14.11)
营业利润	109.61	73.11	146.62	237.04	343.01
营业外收入	1.45	4.42	5.99	3.95	4.79
营业外支出	2.72	0.64	1.06	1.47	1.06
利润总额	108.34	76.89	151.55	239.52	346.74
所得税	17.01	6.85	22.73	35.93	52.01
净利润	91.33	70.05	128.82	203.59	294.73
少数股东损益	(4.07)	(15.49)	(12.01)	(24.36)	(42.64)
归属于母公司净利润	95.40	85.54	140.83	227.95	337.37
每股收益（元）	0.15	0.13	0.22	0.35	0.52

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.97%	8.45%	61.44%	42.11%	40.66%
营业利润	4.66%	-33.30%	100.55%	61.66%	44.71%
归属于母公司净利润	-5.75%	-10.34%	64.64%	61.86%	48.00%
获利能力					
毛利率	76.77%	75.53%	86.07%	87.25%	88.22%
净利率	30.14%	24.91%	25.41%	28.94%	30.45%
ROE	10.32%	8.71%	12.95%	18.14%	22.35%
ROIC	30.02%	10.67%	16.31%	28.13%	47.12%
偿债能力					
资产负债率	22.33%	32.07%	24.30%	23.63%	32.41%
净负债率	-17.72%	-21.05%	-1.88%	-19.98%	-24.18%
流动比率	7.44	3.19	3.40	3.50	3.94
速动比率	7.11	3.04	3.26	3.36	3.75
营运能力					
应收账款周转率	13.79	22.69	13.02	15.51	9.23
存货周转率	8.98	9.25	14.99	20.47	18.75
总资产周转率	0.33	0.25	0.38	0.51	0.59
每股指标（元）					
每股收益	0.15	0.13	0.22	0.35	0.52
每股经营现金流	0.31	0.17	0.39	0.48	0.06
每股净资产	1.43	1.52	1.69	1.95	2.34
估值比率					
市盈率	94.57	105.48	64.07	39.58	26.74
市净率	9.76	9.19	8.29	7.18	5.98
EV/EBITDA	107.71	94.67	47.67	30.61	21.18
EV/EBIT	139.43	152.67	53.33	32.93	22.25

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