

生物股份 (600201)

证券研究报告

2018年08月22日

上半年受养殖景气低迷影响，业绩略低于预期，下半年有望加速好转

事件：8月21日，公司公布2018年半年报。报告期内，公司实现营业收入7.61亿元，同比增长1%。实现归母净利润3.59亿元，同比下滑7.26%。扣非后归母净利润3.46亿元，同比下滑8.44%。剔除股权激励费用前，归母扣除非净利润为3.96亿元，较上年同期增长4.31%。

我们认为：

上半年业绩增速放缓的主要原因有二：第一，下游生猪养殖行业景气度下行，公司部分中小规模客户受猪价下跌影响免疫覆盖率降低，部分中大规模客户因调整出栏节奏免疫量减少。我们预计，公司上半年口蹄疫市场苗收入同比去年基本持平，口蹄疫政府招采苗收入同减20%左右；第二，产品生命周期叠加去库存压力背景下，公司主动调整价格体系带来的口蹄疫市场苗毛利率下降。我们预计，公司上半年口蹄疫市场苗平均降价幅度15%左右，这带来毛利率平均5%左右的下滑。

公司拳头产品猪口蹄疫 OA 二价疫苗预计 8 月底量产上市，并将在全国多省召开产品上市发布会，我们预计第三季度业绩有望出现拐点，第四季度业绩有望加速的主要原因有四：从供给来看，目前拥有猪用口蹄疫 OA 二价市场苗生产批文和产品的只有两家供应商，另外 5 家拥有口蹄疫疫苗生产资质的企业仍在新兽药证书申请中，预计公司在该产品上至少领先多数竞争对手 1 年以上时间，同时现有竞争对手并没有把握住先发优势；从需求来看，目前采购口蹄疫市场苗的企业多数是规模化养猪企业，在行业合规化趋势背景下，随着免疫旺季到来，新产品有望快速进行快速替代；从定价角度看，一方面公司猪用口蹄疫 OA 二价市场苗终端价格低于竞品，另一方面该价格也低于之前老产品定价；从渠道角度看，无论是现有经销商实力还是公司机制灵活度都优于竞争对手，同时刚刚经历完去库存后整体渠道库存水平较低。

公司产品梯队完善，未来有望逐步导入渠道，为猪场提供综合解决方案。根据半年报，我们预计上半年圆环疫苗收入 6500 万元左右，全年有望达 2 亿元，伪狂犬疫苗收入 1000 万元左右，全年有望达 4000 万元，禽流感疫苗收入 7000 万元左右，全年有望达 2 亿元。今明两年公司新工业园区有望达产，从而完成生产线升级；通过收购增加生产批文、提高控股公司持股比例、积极布局研发平台，设立投资公司进行产业资源整合等，从而实现公司大研发、大生产、大营销、大资本的战略目标。

投资建议：生猪景气度影响免疫覆盖率，公司主动调整价格体系短期影响毛利率，我们预计公司 18/19/20 年收入分别为 23.6/29.8/37.7 亿，净利润由 10.7/13.3/17.5 亿元调整为 10.2/13.1/16.3 亿元，EPS 分别为 0.87/1.12/1.40 元，维持“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 | 2,363.37 | 2,981.05 | 3,769.69 |
| 增长率(%) | 21.70 | 25.31 | 24.32 | 26.14 | 26.46 |
| EBITDA(百万元) | 801.23 | 1,050.02 | 1,256.15 | 1,603.89 | 2,001.00 |
| 净利润(百万元) | 644.54 | 870.09 | 1,018.78 | 1,312.30 | 1,633.86 |
| 增长率(%) | 34.36 | 34.99 | 17.09 | 28.81 | 24.50 |
| EPS(元/股) | 0.55 | 0.74 | 0.87 | 1.12 | 1.40 |
| 市盈率(P/E) | 27.26 | 20.19 | 17.25 | 13.39 | 10.75 |
| 市净率(P/B) | 4.69 | 3.93 | 2.92 | 2.48 | 2.10 |
| 市销率(P/S) | 11.58 | 9.24 | 7.43 | 5.89 | 4.66 |
| EV/EBITDA | 21.06 | 24.56 | 10.39 | 7.65 | 5.46 |

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 | 15.01 元 |
| 目标价格 | 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) | 17,569.77 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 17,068.20 |
| 每股净资产(元) | 5.37 |
| 资产负债率(%) | 18.61 |
| 一年内最高/最低(元) | 34.60/13.86 |

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

- 1 《生物股份-公司点评:回购股份，彰显信心，公司下半年业绩有望加速增长》2018-07-31
- 2 《生物股份-公司点评:获蓝耳嵌合毒株活苗证书，有望成为下一个口蹄疫》2018-07-11
- 3 《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

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 | 4,357.71 | 5,111.67 | 6,436.84 | 营业收入 | 1,517.02 | 1,901.01 | 2,363.37 | 2,981.05 | 3,769.69 |
| 应收账款 | 279.09 | 577.87 | 330.13 | 849.96 | 696.68 | 营业成本 | 336.97 | 392.12 | 557.16 | 672.74 | 850.39 |
| 预付账款 | 9.79 | 4.04 | 27.55 | 7.22 | 33.49 | 营业税金及附加 | 11.56 | 17.30 | 17.91 | 24.14 | 31.13 |
| 存货 | 229.05 | 230.59 | 520.36 | 344.78 | 734.08 | 营业费用 | 234.86 | 270.92 | 326.15 | 411.38 | 520.22 |
| 其他 | 301.74 | 854.67 | 403.27 | 520.15 | 604.11 | 管理费用 | 178.78 | 241.24 | 278.88 | 351.76 | 444.82 |
| 流动资产合计 | 3,220.31 | 4,118.93 | 5,639.01 | 6,833.79 | 8,505.21 | 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 | 40.00 | 50.00 | 50.00 |
| 无形资产 | 269.51 | 353.94 | 343.90 | 333.86 | 323.81 | 其他 | (35.59) | (73.68) | (80.00) | (100.00) | (100.00) |
| 其他 | 99.31 | 304.05 | 160.94 | 183.58 | 212.28 | 营业利润 | 772.31 | 1,025.52 | 1,191.58 | 1,536.32 | 1,914.93 |
| 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 | 7,012.68 | 8,182.22 | 9,834.48 | 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 | 1,194.95 | 1,539.80 | 1,917.17 |
| 应付账款 | 232.23 | 320.79 | 453.40 | 467.80 | 714.01 | 所得税 | 136.78 | 157.16 | 179.24 | 230.97 | 287.58 |
| 其他 | 270.37 | 740.62 | 443.14 | 534.02 | 628.70 | 净利润 | 642.76 | 868.21 | 1,015.71 | 1,308.83 | 1,629.59 |
| 流动负债合计 | 502.59 | 1,061.41 | 896.54 | 1,001.82 | 1,342.71 | 少数股东损益 | (1.78) | (1.89) | (3.07) | (3.47) | (4.26) |
| 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 | 1,018.78 | 1,312.30 | 1,633.86 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益(元) | 0.55 | 0.74 | 0.87 | 1.12 | 1.40 |
| 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 | 990.09 | 1,111.04 | 1,457.51 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 3.28 | 7.25 | 4.19 | 0.71 | (3.55) | 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 股本 | 613.15 | 899.15 | 1,170.54 | 1,170.54 | 1,170.54 | 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% | 24.32% | 26.14% | 26.46% |
| 留存收益 | 3,168.86 | 4,046.18 | 4,847.87 | 5,899.94 | 7,209.98 | 营业利润 | 30.78% | 32.79% | 16.19% | 28.93% | 24.64% |
| 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% | 17.09% | 28.81% | 24.50% |
| 股东权益合计 | 3,752.66 | 4,477.94 | 6,022.59 | 7,071.19 | 8,376.97 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总 | 4,347.71 | 5,683.57 | 7,012.68 | 8,182.22 | 9,834.48 | 毛利率 | 77.79% | 79.37% | 76.43% | 77.43% | 77.44% |
| | | | | | | 净利率 | 42.49% | 45.77% | 43.11% | 44.02% | 43.34% |
| | | | | | | ROE | 17.19% | 19.46% | 16.93% | 18.56% | 19.50% |
| | | | | | | ROIC | 65.95% | 66.94% | 59.55% | 87.92% | 93.47% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 13.69% | 21.21% | 14.12% | 13.58% | 14.82% |
| | | | | | | 净负债率 | -14.63% | -40.33% | -20.73% | -47.63% | -47.76% |
| | | | | | | 流动比率 | 6.41 | 3.88 | 6.29 | 6.82 | 6.33 |
| | | | | | | 速动比率 | 5.95 | 3.66 | 5.71 | 6.48 | 5.79 |
| | | | | | | 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 | 6.29 | 6.89 | 6.99 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.44 | 0.38 | 0.37 | 0.39 | 0.42 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.55 | 0.74 | 0.87 | 1.12 | 1.40 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.65 | 0.76 | 1.15 | 0.84 | 1.40 |
| | | | | | | 每股净资产 | 3.20 | 3.82 | 5.14 | 6.04 | 7.16 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 27.26 | 20.19 | 17.25 | 13.39 | 10.75 |
| | | | | | | 市净率 | 4.69 | 3.93 | 2.92 | 2.48 | 2.10 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 21.06 | 24.56 | 10.39 | 7.65 | 5.46 |
| | | | | | | EV/EBIT | 22.27 | 26.12 | 10.81 | 7.89 | 5.59 |

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 |