



东兴证券
DONGXING SECURITIES

短期乏力不改长期趋势 金子终会闪光

——生物股份（600201）2018 年半年报点评

2018 年 08 月 23 日

推荐/首次

生物股份

财报点评

孟维肖

分析师

执业证书编号：S1480518070002

Mengweixiao520@sina.com

010-66554040

事件：

2018 年 8 月 21 日，公司发布 2018 年半年度报告称，2018 年上半年公司实现营业收入 7.61 亿元，同比增长 1.01%；归母净利润 3.59 亿元，同比下滑 7.26%。

观点：

➤ 疫苗更新换代影响销售业绩

上半年公司业绩主要受生猪价格及文号换发因素的影响。上半年猪价处于低迷期，养殖企业对疫苗需求量的减少对公司业绩产生较大的直接影响。农业部年初发布重要公告，宣布口蹄疫亚洲 I 型正式退出免疫，自 2018 年 7 月 1 日起全国停止销售、生产、免疫含有亚洲 I 型口蹄疫病毒组分的疫苗，即实施二价苗取代三价苗。迫于政策调整导致的文号换发，公司采取降价促销以平抑该因素所带来的不良影响，从而影响公司业绩。

➤ 新品上市有望提高疫苗渗透率

在前期获得相应疫苗新兽药注册证书的基础上，金宇保灵于 2018 年 7 月 5 日成功获得猪口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗（Re-0/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株）产品批准文号。此产品为国际上首个获批的猪专用口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗产品，填补了国际空白。且根据农业部公告，目前行业内仅中农威特、金宇保灵、申联生物医药三家企业报批的猪用 0/A 二价苗已获新兽药证书，是市场上仅有中农威特于今年 3 月已率先上市该产品。我们认为下半年猪口蹄疫 0-A 二价苗的上市销售将丰富公司产品结构，利用新产品突出的先发优势，进一步优化市场竞争格局，扭转短期业绩较为低迷局面，对持续提升公司经营业绩具有积极促进作用，市场竞争力进一步增强。此外，强制免疫主要集中在疫病多发的春秋两季，因此该产品或将纳入秋防，有望带动第 3 季度销售收入的提升。

➤ 多元化产品布局 助力未来公司业绩改善

猪圆环疫苗：公司的猪圆环疫苗免疫效果良好，且在价位上该优质国产猪圆环疫苗具备替代进口的优势。许多大型生猪养殖企业如牧原股份和温氏股份均是公司大客户，市场苗的销售有望在未来随着规模化养殖的发展实现高速增长，猪圆环疫苗行业规模有望进一步提高。

禽流感疫苗：2018 年上半年，公司通过对收购的辽宁益康以工艺改进和营销整合实现优化升级，明显提升了禽流感疫苗质量，高致病性禽流感疫苗（H5+H7）政府招采新增中标省份 5 个，协同互补效应明

显，预计后续将有更多增量，有望成为新的业绩增长点。

宠物疫苗：目前国内主要宠物疫苗市场尚无重点国内企业涉足，公司瞄准宠物疫苗这一较大的市场机会，率先布局宠物疫苗，有望通过后期依托金宇美国生物技术公司，开展宠物疫苗等研发工作，积极寻求国际合作，为公司未来进入全球动保行业前列进行产品储备、奠定基础。且相对于经济动物疫苗，宠物疫苗具有更大的盈利空间。对宠物疫苗领域的进军，将增强公司未来盈利能力。

投资建议与评级：

结论：我们认为虽然口蹄疫市场苗推进比我们预期的要慢一些，但是我们预计公司业绩有望随明年年中跟随生猪周期出现较大幅度的改善，规模化养殖集中度是相对长期的过程，公司作为口蹄疫疫苗的绝对龙头，未来在市场苗竞争中大放异彩。我们预计 2018-2020 年营业收入分别为 20.5 亿元、24 亿元和 30 亿元，归母净利润分别为 12.8 亿元、14.3 亿元和 16.8 亿元，每股收益分别为 1.1 元、1.23 元和 1.44 元，对应 PE 分别为 13.9X、12.4X 和 10.5。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：

养殖风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合	3220	4119	6617	7795	9200	营业收入	1517	1901	2050	2400	3000
货币资金	2401	2452	4987	5983	7146	营业成本	337	392	425	522	682
应收账款	263	466	429	545	655	营业税金及附	12	17	16	19	24
其他应收款	16	112	121	142	177	营业费用	235	271	308	360	473
预付款项	10	4	0	-7	-14	管理费用	179	241	256	300	375
存货	229	231	269	319	424	财务费用	-15	-35	1	1	1
其他流动资产	273	811	811	811	811	资产减值损失	14.98	27.07	2.00	0.00	0.00
非流动资产	1127	1565	1349	1424	1480	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投	153	204	178	191	185	投资净收益	17.80	35.27	120.00	115.00	118.00
固定资产	380.89	398.98	499.57	586.67	600.16	营业利润	772	1026	1162	1313	1564
无形资产	249	270	273	275	278	营业外收入	8.99	0.23	160.00	173.00	185.00
其他非流动	0	157	52	70	93	营业外支出	1.76	0.38	1.01	1.05	0.81
资产总计	4348	5684	7967	9219	10681	利润总额	780	1025	1321	1485	1748
流动负债合	503	1061	681	788	938	所得税	137	157	33	36	45
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	643	868	1288	1449	1703
应付账款	195	244	252	315	408	少数股东损益	-2	-2	6	10	15
预收款项	76	79	110	130	165	归属母公司净	645	870	1282	1439	1688
一年内到期	1	0	130	130	130	EBITDA	1049	1302	1239	1404	1659
非流动负债	92	144	344	544	744	EPS（元）	1.11	1.00	1.10	1.23	1.44
长期借款	0	3	203	403	603	主要财务比 率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	595	1206	1026	1333	1682	成长能力					
少数股东权	3	7	13	23	38	营业收入增长	21.70%	25.31%	7.84%	17.07%	25.00%
实收资本（或	613	899	1171	1171	1171	营业利润增长	30.78%	32.79%	13.30%	12.99%	19.13%
资本公积	1245	1559	2437	2437	2437	归属于母公司	47.32%	12.27%	47.32%	12.27%	17.27%
未分配利润	1722	2227	2675	3179	3770	获利能力					
归属母公司	3749	4471	6928	7863	8960	毛利率(%)	77.79%	79.37%	79.27%	78.25%	77.28%
负债和所有	4348	5684	7967	9219	10681	净利率(%)	42.37%	45.67%	62.82%	60.38%	56.75%
现金流量	单位：百万元					总资产净利润	9.1%	14.82%	15.31%	16.09%	15.61%
						ROE(%)	17.19%	19.46%	18.50%	18.30%	18.83%
经营活动现金	756	891	759	1345	1584	偿债能力					
净利润	643	868	1288	1449	1703	资产负债率(%)	14%	21%	13%	14%	16%
折旧摊销	291.02	311.52	0.00	62.91	66.51	流动比率	3.88	9.71	9.89	9.81	9.81
财务费用	-15	-35	1	1	1	速动比率	3.66	9.32	9.48	9.35	9.35
应收账款减少	0	0	37	-116	-109	营运能力					
预收帐款增加	0	0	31	20	35	总资产周转率	0.44	0.38	0.30	0.28	0.30
投资活动现金	-383	-2099	273	-45	-29	应收账款周转	6	5	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转	7.99	8.65	8.26	8.46	8.30
长期股权投资	0	0	56	-13	6	每股指标（元）					
投资收益	18	35	120	115	118	每股收益(最新	1.11	1.00	1.10	1.23	1.44
筹资活动现金	998	191	1504	-305	-392	每股净现金流	2.24	-1.13	2.17	0.85	0.99
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最	6.11	4.97	5.92	6.72	7.65
长期借款增加	0	0	200	200	200	估值比率					
普通股增加	40	286	271	0	0	P/E	13.76	15.27	13.94	12.42	10.59
资本公积增加	1195	314	878	0	0	P/B	2.50	3.07	2.58	2.27	1.99
现金净增加额	1371	-1017	2535	995	1163	EV/EBITDA	6.64	8.66	10.67	8.85	6.91

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

孟维肖

本科毕业于中国农业大学，南新罕布什尔大学硕士。先后就职于多中诚信国际、鹏元资信等多家债券评级机构 2 年债券评级工作经历及中航证券研究所 3 年农林牧渔研究经历。2018 年 7 月加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。