

# 生物股份 (600201)

证券研究报告

2018年10月25日

## 三季度业绩拐点确认，四季度有望延续快速增长

**事件：**公司发布三季报：1-9月收入14.3亿元，同比+8.09%，归母净利润6.8亿元，同比-0.23%。单三季度收入6.7亿元，同比+17.4%，归母净利润3.2亿元，同比+9.0%。基本符合我们之前预期。

**我们认为：**

### 1、9月份新品销售大幅增长扭转业绩下滑趋势。

2018上半年公司业绩下滑主要原因有二：一、公司自2017年开始渠道下沉，千头母猪存栏以下客户收入占比提升，此类客户免疫覆盖率与猪价弹性相对大型养殖企业较高，2018年上半年猪价下行导致公司受到一定系统风险。二、更重要的是公司新产品上市带来的老产品去库存压力加大和价格体系调整。拆分公司报表，剔除辽宁益康并表影响后，毛利率同比下滑1%，公司盈利能力并没有明显下滑。判断三季度业绩能否形成拐点的关键在于新品9月上市之后的销售数据。

2018年9月起，新产品呼之欲出，多需求亟待满足。1)秋防需求，刚需产品迎旺季；2)合规需求，集团客户先替代；3)补贴需求，“先打后补”便落地；4)补库需求，渠道库存已出清。我们测算9月公司猪口蹄疫市场苗可以稳定供应市场需求起，单月收入同比实现20%以上增长。

### 2、中期：市场保持两位数增长，行业集中度有望提高，替代需求市场被打开。

1)市场苗替代政采苗，下游养殖结构的变迁拉动口蹄疫市场苗三年空间有望加倍，公司覆盖国内能繁母猪存栏量有望从18%提升至35%。2)国产苗替代进口苗，2017年进口疫苗市占率仍在30%以上，近几年公司在研发、技术、工艺上的边际改善比较明显，我们预计圆环疫苗2018年有望实现收入2亿元，蓝耳、伪狂犬等大单品有望接棒。3)P3产线替代落后产能，农业部要求截止2020年口蹄疫疫苗生产满足P3标准，公司既在生产批文和生产线上重获先发优势，又在市场口碑、渠道资源上领跑市场。

### 3、长期：向平台型企业过渡，做动保解决方案提供商。

我们认为，平台型动保企业是具备核心研发优势并能将其实现商业化的产品，进而获取超额利润并能反哺于核心研发技术的具备自我加强机制的一类企业。当前市场对动保行业的成长空间理解偏线性，对动保企业的估值方式限于对现有产品线性外推，但是平台型动保企业的成长动力来源于研发技术推动新产品放量，因此除了关注已有业务之外，还应重点研究公司长期发展方向和节奏，以此判断公司未来成长的空间和可能性。

**4、盈利预测与投资建议：**考虑到非洲猪瘟及猪价下行带来下游中小客户推广速度放慢，我们将18/19/20年预测净利润分别由10.2/13.1/16.3亿元调整为9.4/12.2/14.7亿元，预测EPS为0.80/1.04/1.26元，预测收入为22.4/28.3/33.8亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业政策风险、养殖规模化不达预期、猪价下跌、疫情风险

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	2,235.40	2,828.67	3,381.50
增长率(%)	21.70	25.31	17.59	26.54	19.54
EBITDA(百万元)	801.23	1,050.02	1,164.12	1,499.10	1,808.74
净利润(百万元)	644.54	870.09	940.31	1,223.00	1,470.01
增长率(%)	34.36	34.99	8.07	30.06	20.20
EPS(元/股)	0.55	0.74	0.80	1.04	1.26
市盈率(P/E)	30.75	22.78	21.08	16.20	13.48
市净率(P/B)	5.29	4.43	3.33	2.86	2.44
市销率(P/S)	13.06	10.42	8.87	7.01	5.86
EV/EBITDA	21.06	24.56	13.16	9.77	7.36

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	16.93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)	19,817.20
流通A股市值(百万元)	19,251.48
每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	19.05
一年内最高/最低(元)	32.13/13.86

### 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-公司研究简报:业绩调整期已过，Q3或成经营拐点》2018-09-28
- 《生物股份-半年报点评: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》2018-08-22
- 《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

## 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	4,336.63	4,985.77	6,289.83
应收账款	279.09	577.87	280.96	838.81	548.56
预付账款	9.79	4.04	25.65	7.64	28.13
存货	229.05	230.59	475.20	353.07	594.67
其他	301.74	854.67	402.11	519.87	600.97
<b>流动资产合计</b>	<b>3,220.31</b>	<b>4,118.93</b>	<b>5,520.55</b>	<b>6,705.16</b>	<b>8,062.16</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,127.39</b>	<b>1,564.64</b>	<b>1,373.67</b>	<b>1,348.44</b>	<b>1,329.27</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,347.71</b>	<b>5,683.57</b>	<b>6,894.22</b>	<b>8,053.60</b>	<b>9,391.43</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	232.23	320.79	406.84	475.10	563.08
其他	270.37	740.62	433.76	531.83	600.96
<b>流动负债合计</b>	<b>502.59</b>	<b>1,061.41</b>	<b>840.60</b>	<b>1,006.93</b>	<b>1,164.04</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>92.45</b>	<b>144.22</b>	<b>93.55</b>	<b>109.21</b>	<b>114.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>595.04</b>	<b>1,205.64</b>	<b>934.15</b>	<b>1,116.15</b>	<b>1,278.84</b>
少数股东权益	3.28	7.25	4.42	1.19	(2.65)
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	4,785.10	5,765.72	6,944.69
其他	(1,277.64)	(2,033.47)	(1,545.48)	(1,547.70)	(1,550.67)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,752.66</b>	<b>4,477.94</b>	<b>5,960.06</b>	<b>6,937.45</b>	<b>8,112.59</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,347.71</b>	<b>5,683.57</b>	<b>6,894.22</b>	<b>8,053.60</b>	<b>9,391.43</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	642.76	868.21	940.31	1,223.00	1,470.01
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)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	(181.91)	(339.81)	342.77	(373.85)	84.44
其它	254.16	333.59	(2.83)	(3.24)	(3.84)
<b>经营活动现金流</b>	<b>756.12</b>	<b>891.44</b>	<b>1,304.82</b>	<b>873.49</b>	<b>1,596.68</b>
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)	5.24	53.44	42.62
<b>投资活动现金流</b>	<b>(383.05)</b>	<b>(2,099.37)</b>	<b>53.33</b>	<b>37.78</b>	<b>37.04</b>
债权融资	0.50	2.58	0.33	0.28	0.20
股权融资	1,283.09	193.73	718.22	(15.26)	(33.36)
其他	(286.02)	(5.74)	(191.84)	(247.15)	(296.50)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>997.57</b>	<b>190.57</b>	<b>526.72</b>	<b>(262.13)</b>	<b>(329.66)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,370.64</b>	<b>(1,017.36)</b>	<b>1,884.87</b>	<b>649.14</b>	<b>1,304.06</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,517.02</b>	<b>1,901.01</b>	<b>2,235.40</b>	<b>2,828.67</b>	<b>3,381.50</b>
营业成本	336.97	392.12	523.65	644.07	747.03
营业税金及附加	11.56	17.30	16.94	22.91	27.93
营业费用	234.86	270.92	324.13	396.01	466.65
管理费用	178.78	241.24	279.42	339.44	399.02
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	40.00	40.00	40.00
其他	(35.59)	(73.68)	(80.00)	(80.00)	(80.00)
<b>营业利润</b>	<b>772.31</b>	<b>1,025.52</b>	<b>1,099.55</b>	<b>1,431.54</b>	<b>1,722.68</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>779.54</b>	<b>1,025.37</b>	<b>1,102.92</b>	<b>1,435.02</b>	<b>1,724.91</b>
所得税	136.78	157.16	165.44	215.25	258.74
<b>净利润</b>	<b>642.76</b>	<b>868.21</b>	<b>937.48</b>	<b>1,219.77</b>	<b>1,466.17</b>
少数股东损益	(1.78)	(1.89)	(2.83)	(3.24)	(3.84)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>644.54</b>	<b>870.09</b>	<b>940.31</b>	<b>1,223.00</b>	<b>1,470.01</b>
每股收益(元)	0.55	0.74	0.80	1.04	1.26

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.70%	25.31%	17.59%	26.54%	19.54%
营业利润	30.78%	32.79%	7.22%	30.19%	20.34%
归属于母公司净利润	34.36%	34.99%	8.07%	30.06%	20.20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	77.79%	79.37%	76.57%	77.23%	77.91%
净利率	42.49%	45.77%	42.06%	43.24%	43.47%
ROE	17.19%	19.46%	15.79%	17.63%	18.11%
ROIC	65.95%	66.94%	55.01%	84.33%	84.64%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13.69%	21.21%	13.55%	13.86%	13.62%
净负债率	-14.63%	-40.33%	-20.95%	-49.05%	-47.70%
流动比率	6.41	3.88	6.57	6.66	6.93
速动比率	5.95	3.66	6.00	6.31	6.42
<b>营运能力</b>					
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	6.33	6.83	7.14
总资产周转率	0.44	0.38	0.36	0.38	0.39
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.55	0.74	0.80	1.04	1.26
每股经营现金流	0.65	0.76	1.11	0.75	1.36
每股净资产	3.20	3.82	5.09	5.93	6.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	30.75	22.78	21.08	16.20	13.48
市净率	5.29	4.43	3.33	2.86	2.44
EV/EBITDA	21.06	24.56	13.16	9.77	7.36
EV/EBIT	22.27	26.12	13.73	10.09	7.56

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