

## 猪 O、A 竞争力显著，业绩重回正轨

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布三季度报, 2018 年前三季度实现营业收入 14.3 亿元, 同比增长 8.1%; 实现归母净利润 6.8 亿元, 同比下降 0.2%。
- **猪 O、A 新品带动业绩重回正轨。** 公司单三季度实现营业收入 6.7 亿元, 同比增长 17.4%; 实现归母净利润 3.2 亿元, 同比增长 9%, 业绩增长重回正轨。公司业绩实现回升主要是由于公司新产品猪用 O、A 二价口蹄疫疫苗于下半年上市销售, 同时赶上政府秋招, 成功拉动公司业绩增长。而报告期内各项成本及三费支出由于新增子公司辽宁益康的原因均导致不同幅度增高, 后续随着辽宁益康产品不断丰富将大幅提高公司盈利能力。
- **畜牧养殖业趋于规模化带动市场苗市场快速扩容。** 由于环保政策密集出台促使行业竞争格局优化, 口蹄疫的市场规模不断扩大。同时, 我们认为未来 3-5 年内国内养殖结构将由一线龙头企业扩张逐渐转变为一、二线养殖企业快速扩张齐头并进阶段。2018 年上半年由于猪价超跌导致部分养殖企业放慢出栏节奏以及更改疫苗使用方式, 而下半年非洲猪瘟的爆发对养殖业造成一定恐慌情绪, 致使对疫苗市场形成一定压制。但我们认为国内养殖结构的调整是大趋势, 并不会被短期的猪价超跌所影响。预计在规模化与市场化双重因素影响下, 2020 年市场苗市场规模约 55.5 亿元, 仍有 1.2 倍成长空间。
- **产品布局多元化。** 公司在继续保持口蹄疫市场苗销售快速增长的同时, 亚单位猪圆环病毒疫苗的工艺升级和优异品质驱动销量稳步增长。另外, BVD+IBR 二联灭活疫苗和伪狂犬疫苗的市场推广工作积极开展, 布鲁氏杆菌疫苗 (REV1 株) 也在快速推进, 公司产品多元化格局逐渐形成, 增强了公司未来的盈利能力。
- **盈利预测与评级。** 由于下半年国内爆发的非洲猪瘟造成养殖业一定的恐慌情绪, 在补栏意愿上有所减弱, 我们略微下调对公司的盈利预测。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.86 元、1.06 元、1.30 元, 对应 2019 年 PE 分别为 16 倍。参考行业平均估值 20 倍, 目标价 21.2 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品上市销售或不及预期的风险; 行业政策可能发生变动带来的风险; 市场竞争加剧, 客户订单减少的风险。

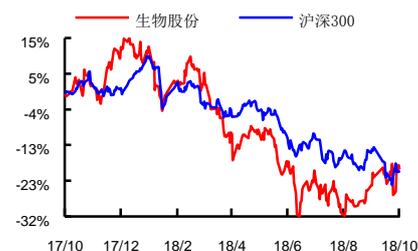
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1901.01	2218.68	2763.73	3390.29
增长率	25.31%	16.71%	24.57%	22.67%
归属母公司净利润(百万元)	870.09	1001.76	1237.37	1525.79
增长率	34.99%	15.13%	23.52%	23.31%
每股收益 EPS(元)	0.74	0.86	1.06	1.30
净资产收益率 ROE	19.39%	19.72%	21.20%	22.53%
PE	23	20	16	13
PB	4.43	3.91	3.41	2.94

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn  
联系人: 徐卿  
电话: 021-68415832  
邮箱: xuq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	11.71
流通 A 股(亿股)	11.36
52 周内股价区间(元)	14.35-31.79
总市值(亿元)	200.98
总资产(亿元)	60.13
每股净资产(元)	3.95

### 相关研究

1. 生物股份(600201): 业绩短期受到压制, 重回正规指日可待 (2018-08-22)
2. 生物股份(600201): 新品获批增强产品竞争力, 公司有望重回正轨 (2018-07-09)
3. 生物股份(600201): 短期承压, 后续有望恢复高增长 (2018-05-02)
4. 生物股份(600201): 口蹄疫市场苗龙头, 尽享行业变革红利 (2018-01-18)
5. 生物股份(600201): 猪用 O、A 二价苗获批, 为公司业绩更添助力 (2017-12-21)
6. 生物股份(600201): 业绩略超预期, 龙头企业继续扬帆远洋 (2017-10-26)

## 关键假设

由于下半年国内爆发的非洲猪瘟造成养殖业一定的恐慌情绪，在补栏意愿上有所减弱，我们略微下调对公司的盈利预测。我们认为公司 2018-2020 年生物制药业务销量增速为 17%、25%、23%。

**表 1：生物股份分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
生物制药	收入	1,855.19	2,170.57	2,713.22	3,337.25
	增速	28.14%	17.00%	25.00%	23.00%
	成本	364.99	466.67	596.91	750.88
	毛利率	80.33%	78.50%	78.00%	77.50%
其他业务	收入	45.83	48.12	50.53	53.05
	增速	-33.75%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	27.14	28.87	30.32	31.83
	毛利率	40.78%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	1,901.0	2,218.7	2,763.7	3,390.3
	增速	25.31%	16.71%	24.57%	22.67%
	成本	392.1	495.5	627.2	782.7
	毛利率	79.37%	77.66%	77.31%	76.91%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1901.01	2218.68	2763.73	3390.29	净利润	868.21	998.28	1233.41	1521.11
营业成本	392.12	495.54	627.22	782.71	折旧与摊销	64.72	81.04	81.04	81.04
营业税金及附加	17.30	17.95	23.08	28.44	财务费用	-34.75	-21.71	-26.54	-32.58
销售费用	270.92	288.43	350.99	433.28	资产减值损失	27.07	0.00	0.00	0.00
管理费用	241.24	277.34	353.76	406.83	经营营运资本变动	-288.04	-258.92	-190.70	-208.01
财务费用	-34.75	-21.71	-26.54	-32.58	其他	254.23	-35.00	-39.91	-44.94
资产减值损失	27.07	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>891.44</b>	<b>763.70</b>	<b>1057.29</b>	<b>1316.63</b>
投资收益	35.27	35.90	39.10	45.20	资本支出	-326.79	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1772.58	34.43	39.39	45.32
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2099.37</b>	<b>34.43</b>	<b>39.39</b>	<b>45.32</b>
<b>营业利润</b>	<b>1025.52</b>	<b>1197.03</b>	<b>1474.33</b>	<b>1816.81</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.15	2.30	1.31	1.62	长期借款	2.58	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1025.37</b>	<b>1199.33</b>	<b>1475.64</b>	<b>1818.43</b>	股权融资	599.80	0.00	0.00	0.00
所得税	157.16	201.05	242.23	297.31	支付股利	-306.58	-413.86	-476.49	-588.55
净利润	868.21	998.28	1233.41	1521.11	其他	-105.24	21.74	26.54	32.58
少数股东损益	-1.89	-3.47	-3.96	-4.68	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>190.57</b>	<b>-392.12</b>	<b>-449.94</b>	<b>-555.97</b>
归属母公司股东净利润	870.09	1001.76	1237.37	1525.79	<b>现金流量净额</b>	<b>-1017.39</b>	<b>406.01</b>	<b>646.74</b>	<b>805.97</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2451.76	2857.77	3504.51	4310.48	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	586.22	562.40	722.16	904.57	销售收入增长率	25.31%	16.71%	24.57%	22.67%
存货	230.59	294.44	377.70	474.80	营业利润增长率	32.79%	16.73%	23.16%	23.23%
其他流动资产	850.36	992.46	1236.27	1516.54	净利润增长率	35.07%	14.98%	23.55%	23.33%
长期股权投资	204.26	204.26	204.26	204.26	EBITDA 增长率	29.26%	19.03%	21.69%	22.01%
投资性房地产	41.30	42.77	42.48	42.36	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	702.39	628.87	555.35	481.83	毛利率	79.37%	77.66%	77.31%	76.91%
无形资产和开发支出	353.94	347.03	340.11	333.19	三费率	25.11%	24.52%	24.54%	23.82%
其他非流动资产	262.74	262.14	261.53	260.93	净利率	45.67%	44.99%	44.63%	44.87%
<b>资产总计</b>	<b>5683.57</b>	<b>6192.14</b>	<b>7244.38</b>	<b>8528.97</b>	ROE	19.39%	19.72%	21.20%	22.53%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.28%	16.12%	17.03%	17.83%
应付和预收款项	508.98	622.26	784.04	975.18	ROIC	38.62%	36.98%	40.27%	43.67%
长期借款	2.58	2.58	2.58	2.58	EBITDA/销售收入	55.52%	56.63%	55.32%	55.02%
其他负债	694.07	504.92	638.45	799.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1205.64</b>	<b>1129.75</b>	<b>1425.06</b>	<b>1777.09</b>	总资产周转率	0.38	0.37	0.41	0.43
股本	899.15	1170.54	1170.54	1170.54	固定资产周转率	4.88	6.13	9.57	15.76
资本公积	1558.81	1287.43	1287.43	1287.43	应收账款周转率	5.21	4.72	5.14	5.03
留存收益	2487.37	3075.26	3836.15	4773.38	存货周转率	1.61	1.78	1.78	1.77
归属母公司股东权益	4470.68	5058.61	5819.49	6756.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.97%	—	—	—
少数股东权益	7.25	3.78	-0.17	-4.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4477.94</b>	<b>5062.39</b>	<b>5819.32</b>	<b>6751.88</b>	资产负债率	21.21%	18.24%	19.67%	20.84%
负债和股东权益合计	5683.57	6192.14	7244.38	8528.97	带息债务/总负债	0.21%	0.23%	0.18%	0.15%
					流动比率	3.88	4.78	4.56	4.41
					速动比率	3.66	4.48	4.27	4.12
					股利支付率	35.23%	41.31%	38.51%	38.57%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1055.48	1256.36	1528.83	1865.27	每股收益	0.74	0.86	1.06	1.30
PE	22.78	19.78	16.02	12.99	每股净资产	3.83	4.32	4.97	5.77
PB	4.43	3.91	3.41	2.94	每股经营现金	0.76	0.65	0.90	1.12
PS	10.42	8.93	7.17	5.85	每股股利	0.26	0.35	0.41	0.50
EV/EBITDA	11.74	13.19	10.42	8.11					
股息率	1.55%	2.09%	2.40%	2.97%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn