

二季度业绩显著改善, 经营持续好转

投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 半年度业绩快报, 实现营业收入 4 亿元, 同比下降 5.8%, 实现归母净利润 7756 万元, 同比增长 16.3%, 实现扣非后归母净利润 6243 万元, 同比增长 1.7%。
- **业绩符合预期, 19Q2 经营改善趋势明显。** 1、收入端方面: 19H1 公司营收略有下滑, 主要是 2018 年去库存后产品略有缺货所致, 因此影响公司 19Q1 营收, 公司 19Q1 营业收入为 1.8 亿元, 同比下滑 18.9%。从 19Q2 开始, 公司去库存影响基本消除, 19Q2 公司实现营业收入 2.2 亿元, 同比增长 7.9%, 公司营收恢复稳定增长。2、利润端方面: 受部分产品市场推广费用增加和历史遗留管理费用一次性计提影响, 公司 19Q1 归母净利润同比下滑 13.8%, 扣非后归母净利润同比下滑 43.9%, 随着公司积极推动经营变革, 和清理历史遗留问题, 以及 19Q2 产品恢复正常发货, 公司 19Q2 实现归母净利润 5322 万元, 同比增长 38.3%, 实现扣非后归母净利润 4673 万元, 同比增长 39.8%。
- **行业去库存顺利, 经营效率提升带动公司较快增长。** 随着国内采浆站的新批趋严, 血浆资源的稀缺性日益显著。1、在采浆量方面, 截止 2018 年, 公司拥有 13 个单采血浆站, 已在采浆站 11 个, 其中 6 个为近三年来新开的浆站, 但公司 2018 年的采浆量已经接近 400 吨, 随着后续 2 个未采浆浆站开始生产, 以及新开浆站产能提升, 我们预计公司未来采浆量还有较大提升空间。2、核心产品批签发方面, 2019 上半年: 1) 人血白蛋白: 批签发量为 39.6 万支(换算成 10g/支), 同比减少约 8.7%; 2) 静丙: 批签发量为 11.4 万支(换算成 2.5g/支), 同比减少约 36.1%; 3) 狂免: 批签发量为 68.7 万支(换算成 200IU/支), 同比增长约 123.2%; 4) 破免: 批签发量为 18.5 万支(250IU/支), 同比增长约 44.3%。
- **盈利预测与估值。** 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 2.1 亿元、2.7 亿元和 3.6 亿元, 2019-21 年复合增速为 30.5%, 对应估值分别为 36 倍、28 倍和 21 倍。考虑到公司去库存基本结束, 采浆量还有较大增长空间, 同时随着公司进一步加强经营管理, 血制品业务可以贡献更多利润, 我们给予公司 2019 年 45 倍市盈率, 对应目标价为 34.6 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险; 公司经营效率提升不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	859.84	1025.48	1232.05	1491.14
增长率	25.46%	19.26%	20.14%	21.03%
归属母公司净利润(百万元)	79.98	208.94	272.34	355.82
增长率	270.34%	161.23%	30.34%	30.65%
每股收益 EPS(元)	0.29	0.77	1.00	1.31
净资产收益率 ROE	12.10%	24.49%	25.20%	25.81%
PE	94	36	28	21
PB	11.78	9.05	7.08	5.52

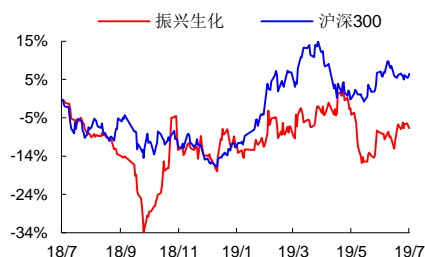
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@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)	2.73
流通 A 股(亿股)	2.71
52 周内股价区间(元)	19.57-30.62
总市值(亿元)	75.15
总资产(亿元)	13.11
每股净资产(元)	2.43

相关研究

1 历史问题得到解决，公司步入稳定发展期

公司主营业务为血液制品，前身为宜春工程机械厂，于 1996 年在深交所上市；1998 年三九企业集团成为公司控股股东，后在 2002 年又将股权转让给三九医药；2007 年，振兴集团通过重组成为公司控股股东。2007-2013 年期间，由于债务问题公司被深交所暂停上市；2013 年公司恢复上市，股票简称变更为“*ST 生化”；2018 年底公司摘帽，股票简称变更为“振兴生化”。

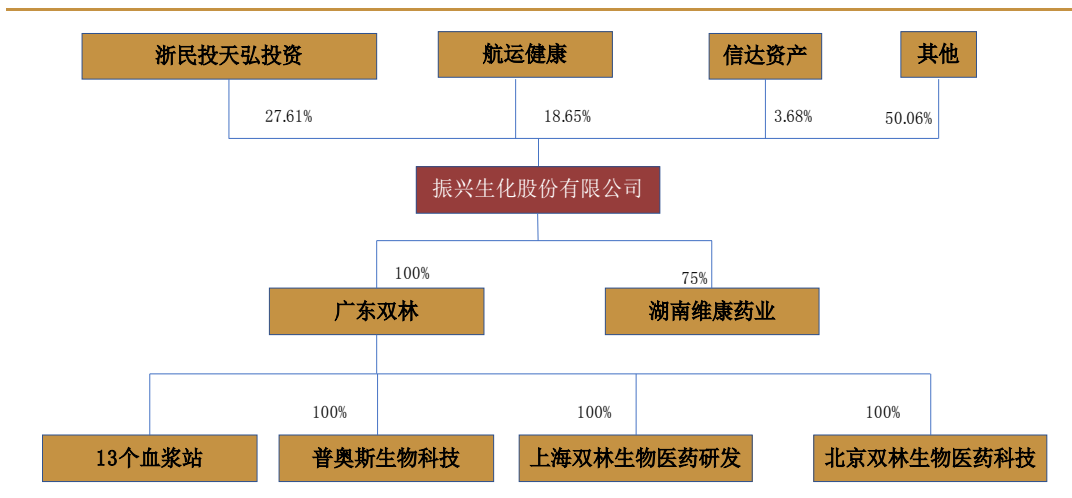
表 1：公司发展历程情况

年份	简介
1996 年	公司前身宜春工程机械厂在深交所上市
1998 年	三九企业集团收购宜工集团 4928.8 万国有股，成为控股股东
2002 年	三九医药股份有限公司收购三九企业集团股份，成为控股股东
2007 年	由于大股东及上市公司存在债务问题，被深交所暂停上市，同年振兴集团和山西恒源煤业有限公司与三九医药股份完成股权转让，振兴集团占股 29.11%，山西恒源煤业有限公司占股 9%
2008 年	广东双林在广西省收购 4 家单采血浆站
2010 年	公司更名为振兴生化股份有限公司，同年，投资设立山西石楼县单采血浆站
2013 年	公司深交所恢复上市，公司股票简称变更为“*ST 生化”
2014 年	广东双林东海岛新区厂区获得 GMP 认证，同年公司股票变更为“ST 生化”
2017 年 11 月	振兴集团将 18.57% 股权授予航运健康，后者称为控股股东
2017 年 12 月	浙民投及其一致行动人完成要约收购，成为控股股东。
2018 年	公司股票简称变更为“振兴生化”

数据来源：公司公告，西南证券整理

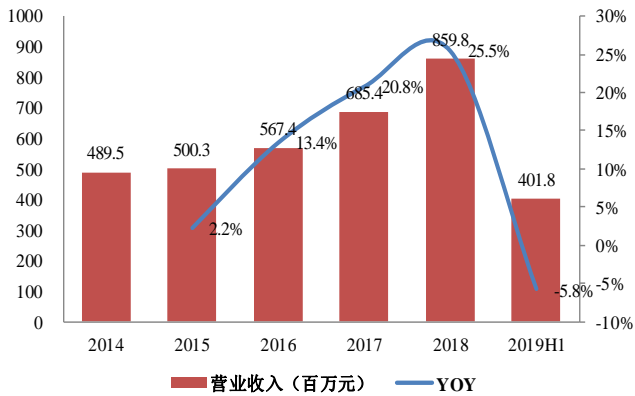
浙民投天弘投资目前持有公司 27.61% 的股权，为公司第一大股东。此外，航运健康科技目前持有公司 18.65% 的股权，为公司第二大股东。子公司方面，广东双林为公司血制品业务平台，旗下目前拥有 13 个采浆站。

图 1：公司股权结构情况

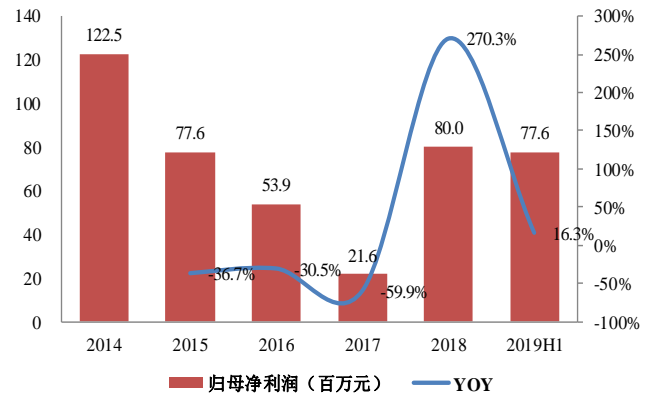


数据来源：公司公告，西南证券整理

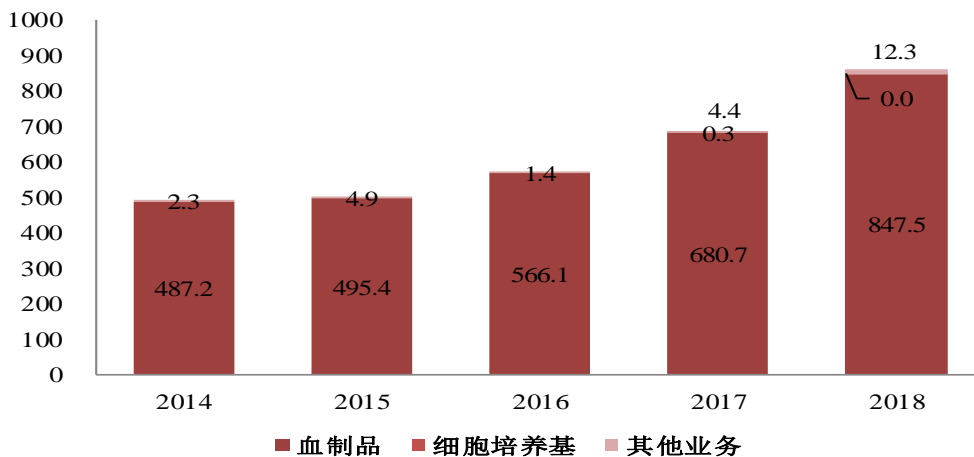
2018 年，公司实现营业收入 8.6 亿元，2014-2018 年营收复合增速为 15.1%，2019 上半年实现营业收入 4 亿元，同比下降 5.8%。2018 年公司实现归母净利润 7998 万元，同比增长 270.3%，2019 年上半年实现归母净利润 7756 万元，同比增长 16.3%。

图 2：2014-2019H1 公司营收情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

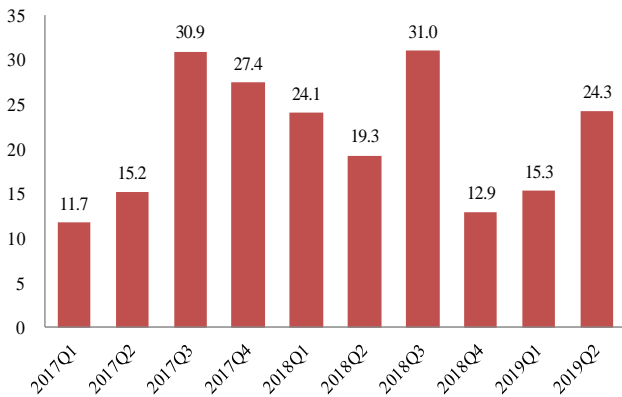
图 3：2014-2019H1 公司归母净利润情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

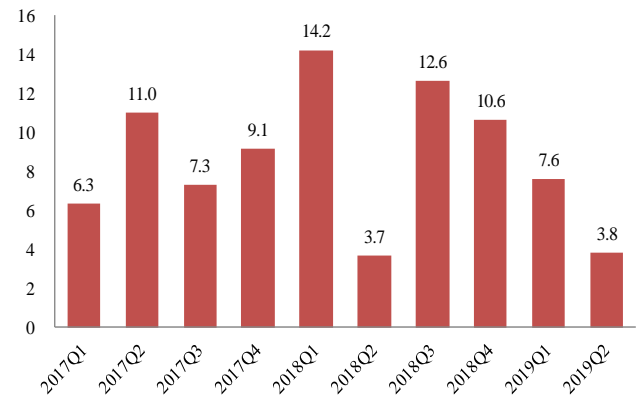
图 4：2014-2018 年公司业务结构情况 (百万元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

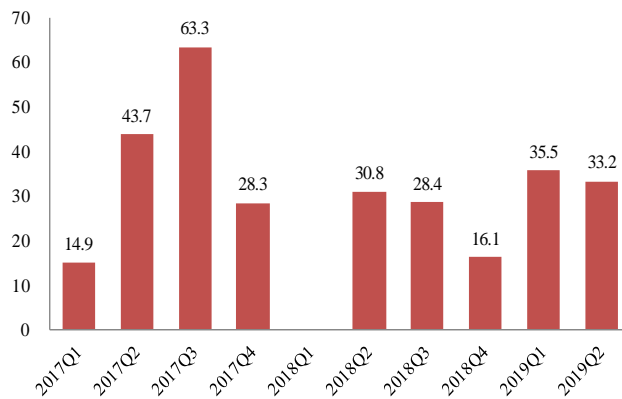
从核心产品的批签发情况来看，2019 上半年：1) 人血白蛋白：批签发量为 39.6 万支（换算成 10g/支），同比减少约 8.7%；2) 静丙：批签发量为 11.4 万支（换算成 2.5g/支），同比减少约 36.1%；3) 狂免：批签发量为 68.7 万支（换算成 200IU/支），同比增长约 123.2%；4) 破免：批签发量为 18.5 万支（250IU/支），同比增长约 44.3%。

图 5: 公司人血白蛋白批签发情况 (万支, 换算成 10g/支)


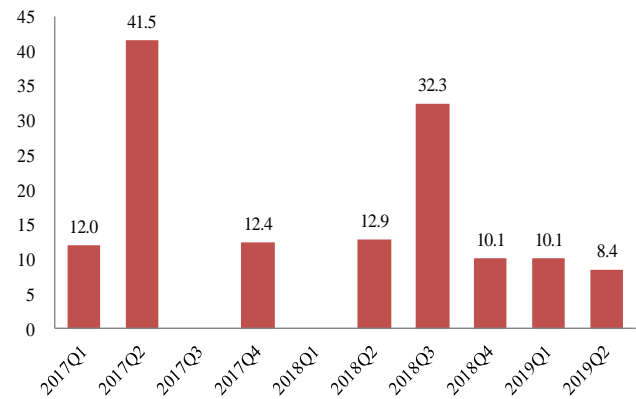
数据来源: 中检院, 西南证券整理

图 6: 公司静丙批签发情况 (万支, 换算成 2.5g/支)


数据来源: 中检院, 西南证券整理

图 7: 公司狂免批签发情况 (万支, 换算成 200IU/支)


数据来源: 中检院, 西南证券整理

图 8: 公司破免批签发情况 (万支, 换算成 250IU/支)


数据来源: 中检院, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

- 1) 人血白蛋白: 假设出厂价在 320 元左右不变, 我们预计 2019 年销售额 3.9 亿元, 假设其销量 2020-2021 年分别增长 21%和 22%;
- 2) 静丙: 假设出厂价在 450 元左右不变, 我们预计 2019 年销售额 2.7 亿元, 假设其销量 2020-2021 年分别增长 19.5%和 20%;
- 3) 细胞培养基业务增速为 10%;
- 4) 其他业务假设收入增速为 10%。

表 2: 盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	859.8	1025.5	1232.0	1491.1
yoy	25.5%	19.3%	20.1%	21.0%
营业成本	401.3	487.4	591.7	716.1
毛利率	53.3%	52.5%	52.0%	52.0%
血制品收入	847.5	1011.9	1217.1	1474.7
yoy	24.51%	19.40%	20.28%	21.16%
人血白蛋白收入 (换算成 10g/规格)		387.2	472.4	581.0
静丙收入 (换算成 2.5g/规格)		267.8	320.0	384.0
其他血制品业务收入		356.9	424.8	509.7
细胞培养基	0.0	0.0	0.1	0.1
yoy		10.0%	10.0%	10.0%
其他业务	12.3	13.5	14.9	16.4
yoy	179%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源: Wind, 西南证券

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 10.2 亿元、12.3 亿元和 14.9 亿元, 归母净利润分别为 2.1 亿元、2.7 亿元和 3.6 亿元。

表 3: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002007.SZ	华兰生物	43733.35	1419.00	1679.30	1951.00	30.82	26.04	22.42
600161.SH	天坛生物	26688.21	620.88	748.30	945.80	42.98	35.67	28.22
平均值						36.90	30.85	25.32

数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 截止 2019 年 7 月 24 日

考虑到公司去库存基本结束, 采浆量还有较大增长空间, 同时随着公司进一步加强经营管理, 血制品业务可以贡献更多利润, 我们给予公司 2019 年 45 倍市盈率, 对应目标价为 34.6 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

- 1) 行业竞争加剧的风险;
- 2) 公司经营效率提升不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	859.84	1025.48	1232.05	1491.14	净利润	74.94	195.77	255.17	333.38
营业成本	401.33	487.45	591.69	716.08	折旧与摊销	58.64	38.63	38.63	38.63
营业税金及附加	6.92	9.14	10.72	12.92	财务费用	25.59	2.57	-0.97	-1.82
销售费用	146.42	164.08	184.81	208.76	资产减值损失	7.06	0.00	0.00	0.00
管理费用	156.58	102.55	117.04	134.20	经营营运资本变动	-44.43	-14.05	-37.46	-36.30
财务费用	25.59	2.57	-0.97	-1.82	其他	-5.16	-0.13	-18.97	9.51
资产减值损失	7.06	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	116.63	222.78	236.39	343.40
投资收益	1.86	0.00	0.00	0.00	资本支出	28.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-39.11	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10.49	0.00	0.00	0.00
营业利润	93.46	259.69	328.75	421.00	短期借款	-20.00	-180.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.13	-29.38	-28.56	-28.78	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	97.59	230.31	300.19	392.22	股权融资	2.50	0.00	0.00	0.00
所得税	22.65	34.55	45.03	58.83	支付股利	0.00	-16.00	-41.79	-54.47
净利润	74.94	195.77	255.17	333.38	其他	-49.85	-2.57	0.97	1.82
少数股东损益	-5.04	-13.17	-17.17	-22.43	筹资活动现金流净额	-67.35	-198.56	-40.82	-52.65
归属母公司股东净利润	79.98	208.94	272.34	355.82	现金流量净额	38.79	24.22	195.57	290.75
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	154.77	178.98	374.55	665.30	成长能力				
应收和预付款项	205.22	228.22	282.89	341.62	销售收入增长率	25.46%	19.26%	20.14%	21.03%
存货	389.85	478.17	603.89	721.75	营业利润增长率	11.75%	177.86%	26.59%	28.06%
其他流动资产	2.96	3.53	4.25	5.14	净利润增长率	391.58%	161.23%	30.34%	30.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	5.51%	69.33%	21.78%	24.94%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	457.34	429.11	400.89	372.66	毛利率	53.33%	52.47%	51.98%	51.98%
无形资产和开发支出	69.52	61.58	53.64	45.70	三费率	38.22%	26.25%	24.42%	22.88%
其他非流动资产	37.90	35.44	32.98	30.52	净利率	8.72%	19.09%	20.71%	22.36%
资产总计	1317.56	1415.05	1753.08	2182.69	ROE	12.10%	24.49%	25.20%	25.81%
短期借款	180.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.69%	13.83%	14.56%	15.27%
应付和预收款项	138.27	160.99	194.86	237.23	ROIC	13.51%	31.19%	38.04%	46.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.67%	29.34%	29.74%	30.70%
其他负债	379.81	454.81	545.59	653.93	营运能力				
负债合计	698.08	615.80	740.45	891.15	总资产周转率	0.65	0.75	0.78	0.76
股本	272.58	272.58	272.58	272.58	固定资产周转率	2.00	2.57	3.32	4.35
资本公积	116.44	116.44	116.44	116.44	应收账款周转率	7.47	7.95	8.30	8.04
留存收益	248.72	441.66	672.21	973.56	存货周转率	0.99	1.07	1.07	1.07
归属母公司股东权益	637.73	830.68	1061.22	1362.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.00%	—	—	—
少数股东权益	-18.25	-31.43	-48.60	-71.03	资本结构				
股东权益合计	619.48	799.25	1012.63	1291.54	资产负债率	52.98%	43.52%	42.24%	40.83%
负债和股东权益合计	1317.56	1415.05	1753.08	2182.69	带息债务/总负债	25.79%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.13	1.52	1.78	2.01
					速动比率	0.54	0.70	0.93	1.18
					股利支付率	0.00%	7.66%	15.34%	15.31%
					每股指标				
					每股收益	0.29	0.77	1.00	1.31
					每股净资产	2.34	3.05	3.89	5.00
					每股经营现金	0.43	0.82	0.87	1.26
					每股股利	0.00	0.06	0.15	0.20
业绩和估值指标									
EBITDA	177.69	300.89	366.41	457.80					
PE	93.96	35.97	27.59	21.12					
PB	11.78	9.05	7.08	5.52					
PS	8.74	7.33	6.10	5.04					
EV/EBITDA	42.36	24.34	19.45	14.93					
股息率	0.00%	0.21%	0.56%	0.72%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	15213310661	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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