

周期底部业绩拐点将现，长期产品矩阵完善成长可期

买入 (上调)

2019 年 10 月 20 日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 金含

021-60199793

jinh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1896.61	1127.61	1365.76	1751.85
同比 (%)	-0.2%	-40.5%	21.1%	28.3%
归母净利润 (百万元)	754.47	355.69	525.80	696.11
同比 (%)	-13.3%	-52.9%	47.8%	32.4%
每股收益 (元/股)	0.64	0.32	0.47	0.62
P/E (倍)	28.51	60.48	40.91	30.90

投资要点

■ 公司发布三季度业绩报告: 19Q1-Q3 实现收入 8.48 亿同降 40.8%，归母净利 2.48 亿同降 63.5%；其中 Q3 单季实现营收 3.37 亿同降 49.8%，归母净利 0.78 亿同降 75.6%。

■ 非洲猪瘟疫情下业绩处于周期底部，拐点将现。非洲猪瘟疫情影响生猪存栏量大幅减少，根据农业农村部，9 月 400 个监测县能繁母猪存栏同降 38.9%/环降 2.8%，生猪存栏同降 41.1%/环降 3.0%。此轮周期产能深度去化，造成公司猪用疫苗产品销售大幅下滑。但 9 月存栏数据环比降幅收窄，主要由于北方多省已出现能繁母猪环比转正，而南方降幅较大的省份也出现明显收窄，边际改善下业绩拐点将现。

■ 毛利率受产品结构及销售策略影响有所下滑，库存计提减值影响利润。前三季度毛利率 62.83%同降 11.65pct，主要由于：1) 禽养殖高度景气下毛利率较低的禽苗占比有所提高；2) 通过提高赠送比例争取更多市场份额，也在一定程度上摊低毛利率。库存来看，由于 18 年更换口蹄疫文号及非洲猪瘟导致库存积压，19 年中报主要计提三价苗减值，三季度约 1500 万减值主要是对 18 年下半年生产的二价苗计提。

■ 前瞻性布局新园区投产在即，进一步夯实龙头地位。2015 年启动金宇生物科技产业园区项目，智能制造全面升级，预计 19 年 12 月竣工。新园区的投产将扩充公司的生产规模，满足大型养殖集团的单批量产能。同时产品质量达到国际标准，疫苗稳定性强，生物安全等级领先（满足 P3 和局部 P4 标准），且运营费用降低。

■ 挖掘宠物疫苗蓝海市场，产品矩阵不断完善。近日公司与日本动保巨头共立制药株式会社（亚洲最大/全球排名 12 位，在日本宠物动保领域市场占有率高达 42%）共同出资 1.6 亿（金宇持股 51%）设立合资公司，强化宠物疫苗布局，在研发生产、工艺技术、渠道拓展、品牌建设等方面深度合作。根据《2018 年中国宠物行业白皮书》，中国宠物行业市场规模 1708 亿同增 27.5%，其中宠物医疗市场规模 393 亿占比 23%，而宠物疫苗中进口苗占比超 90%。公司有望在高复合增长的蓝海市场挖掘全新利润增长点。

■ 盈利预测与投资评级：不考虑非洲猪瘟疫苗，我们预计 19-21 年公司实现营收 11.3/13.7/17.5 亿元，同增 -40.5%/21.1%/28.3%；归母净利 3.6/5.3/7.0 亿元，同增 -52.9%/47.8%/32.4%，当前股价对应 PE 为 60.5X/40.9X/30.9X，若非洲猪瘟疫苗推出将进一步贡献利润弹性。考虑到当前行业整体处于基本面底部边际向上，业绩拐点临近，同时动保龙头产品矩阵丰富化叠加前瞻性布局国际化标准新园区，长期成长轨迹清晰化，向平台型企业过渡不断提升竞争壁垒，成长驱动力强，上调至“买入”评级！

■ 风险提示：非洲猪瘟疫情不确定性风险，市场竞争风险，行业政策风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.10
一年最低/最高价	13.80/19.99
市净率(倍)	4.49
流通 A 股市值(百万元)	21511.19

基础数据

每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	11.01
总股本(百万股)	1126.24
流通 A 股(百万股)	1126.24

相关研究

1、《生物股份 (600201)：动保龙头前瞻性布局，二次腾飞将起航》2019-09-25

图 1：生物股份 19Q3 季报拆分

生物股份	年报					季报						
	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
利润表相关												
营业收入	1,062.93	1,246.51	1,517.02	1,901.01	1,896.61	557.33	204.02	670.67	464.59	334.05	177.19	336.61
YOY		17.3%	21.7%	25.3%	-0.2%	20.9%	-30.3%	17.4%	-19.4%	-40.1%	-13.2%	-49.8%
毛利率	76.2%	77.0%	77.8%	79.4%	72.5%	76.1%	67.9%	75.1%	66.4%	72.2%	61.6%	54.1%
期间费用率	29.3%	28.1%	26.3%	25.1%	25.0%	13.2%	46.7%	19.4%	37.8%	17.5%	57.0%	26.6%
销售费用	167.12	178.44	234.86	270.92	257.04	28.47	46.44	66.40	115.73	27.38	47.41	45.43
销售费用率	15.7%	14.3%	15.5%	14.3%	13.6%	5.1%	22.8%	9.9%	24.9%	8.2%	26.8%	13.5%
管理费用	151.91	183.87	178.78	241.24	146.60	56.27	59.28	24.60	37.27	18.24	32.39	28.52
研发费用					107.43			45.55	31.06	19.39	21.79	19.04
管理费用率	14.3%	14.8%	11.8%	12.7%	13.4%	10.1%	29.1%	10.5%	14.7%	11.3%	30.6%	14.1%
财务费用	-7.31	-12.65	-14.65	-34.75	-36.47	-11.08	-10.46	-6.52	-8.41	-6.68	-0.67	-3.59
财务费用率	-0.7%	-1.0%	-1.0%	-1.8%	-1.9%	-2.0%	-5.1%	-1.0%	-1.8%	-2.0%	-0.4%	-1.1%
归母净利润	404.32	479.73	644.54	870.09	754.47	296.31	62.85	321.87	73.43	158.65	11.33	78.46
YOY		18.7%	34.4%	35.0%	-13.3%	11.4%	-48.2%	9.0%	-60.8%	-46.5%	-82.0%	-75.6%
净利率	38.0%	38.5%	42.5%	45.8%	39.8%	53.2%	30.8%	48.0%	15.8%	47.5%	6.4%	23.3%
资产负债表相关												
应收票据及应收账款	175.42	254.98	274.07	470.10	778.70	687.06	633.31	949.56	778.70	800.59	677.91	756.92
YOY		45.4%	7.5%	71.5%	65.6%	72.2%	72.9%	68.0%	65.6%	16.5%	7.0%	-20.3%
存货	217.21	221.82	229.05	230.59	313.05	266.49	318.50	304.31	313.05	332.04	334.96	245.40
YOY		2.1%	3.3%	0.7%	35.8%	25.5%	44.8%	42.5%	35.8%	24.6%	5.2%	-19.4%
固定资产	387.67	404.74	380.89	398.98	757.95	642.77	633.52	625.00	757.95	744.50	736.35	738.80
YOY		4.4%	-5.9%	4.7%	90.0%	72.5%	77.7%	76.0%	90.0%	15.8%	16.2%	18.2%
在建工程	190.07	313.59	225.15	303.41	737.65	323.71	348.90	378.49	737.65	775.28	777.42	798.27
YOY		65.0%	-28.2%	34.8%	143.1%	34.5%	11.0%	-15.4%	143.1%	139.5%	122.8%	110.9%
应付票据及应付账款	179.87	184.80	195.06	244.42	324.10	239.18	214.75	246.72	324.10	251.91	238.77	229.93
YOY		2.7%	5.6%	25.3%	32.6%	21.0%	19.6%	45.7%	32.6%	5.3%	11.2%	-6.8%
现金流量表相关												
经营活动产生的现金流量净额	585.19	494.32	756.12	891.44	422.46	58.54	-23.70	153.05	234.58	-71.25	102.22	94.42
投资活动产生的现金流量净额	-197.42	-342.07	-383.05	-2,099.37	-125.35	-71.07	-83.85	-307.69	337.26	-91.67	605.51	-66.33
筹资活动产生的现金流量净额	-150.99	-70.66	997.57	190.57	-666.06	-233.46	-214.45	-56.21	-161.94	-50.03	-258.77	-408.60

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

生物股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3713	3560	3353	3246	营业收入	1897	1128	1366	1752
现金	1728	2004	1865	1318	减:营业成本	522	388	451	533
应收账款	779	725	517	545	营业税金及附加	22	13	16	21
存货	313	550	93	534	营业费用	257	169	184	236
其他流动资产	892	281	878	849	管理费用	254	226	123	158
非流动资产	2601	2867	3551	4124	财务费用	-36	-43	-40	-40
长期股权投资	209	188	200	199	资产减值损失	60	34	29	42
固定资产	758	982	1233	1424	加:投资净收益	50	34	40	41
在建工程	738	979	1169	1297	其他收益	22	5	8	13
无形资产	365	500	688	957	营业利润	889	379	565	746
其他非流动资产	531	218	260	247	加:营业外净收支	0	2	1	1
资产总计	6313	6427	6904	7370	利润总额	889	382	566	747
流动负债	942	835	946	908	减:所得税费用	140	28	43	56
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-5	-2	-3	-4
应付账款	324	194	167	545	归属母公司净利润	754	356	526	696
其他流动负债	618	641	780	363	EBIT	853	338	526	708
非流动负债	149	129	141	140	EBITDA	950	453	646	788
长期借款	3	3	3	3					
其他非流动负债	146	127	138	137	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1091	965	1087	1047	每股收益(元)	0.64	0.32	0.47	0.62
少数股东权益	191	200	213	231	每股净资产(元)	4.30	4.67	4.98	5.41
					发行在外股份(百万股)	1,171	1,126	1126	1126
归属母公司股东权益	5031	5263	5604	6092	ROIC(%)	15.1%	5.7%	8.3%	10.4%
负债和股东权益	6313	6427	6904	7370	ROE(%)	15.5%	6.6%	9.3%	11.4%
					毛利率(%)	72.5%	65.5%	67.0%	69.5%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	39.8%	31.5%	38.5%	39.7%
经营活动现金流	422	652	771	652	资产负债率(%)	17.3%	15.0%	15.7%	14.2%
投资活动现金流	-125	-1342	-1384	-782	收入增长率(%)	-0.2%	-40.5%	21.1%	28.3%
筹资活动现金流	-666	966	474	-417	净利润增长率(%)	-13.3%	-52.9%	47.8%	32.4%
现金净增加额	-369	276	-139	-547	P/E	28.51	60.48	40.91	30.90
折旧和摊销	97	114	120	80	P/B	4.28	4.09	3.84	3.53
资本开支	545	830	784	552	EV/EBITDA	22.87	45.24	32.08	26.95
营运资本变动	-287	-46	-318	-69					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>