

生物股份 (600201)

证券研究报告

2019年10月23日

三季度业绩同比降幅收窄，公司业绩拐点来临。

事件：

公司披露三季报，前三季度实现收入 8.48 亿元，同比下滑 40.79%，实现归母净利润 2.48 亿元，同比下滑 63.52%；其中单三季度实现收入 3.37 亿，同比下滑 49.81%，实现归母净利润 0.78 亿，同比下滑 75.62%。

三季度业绩同比降幅收窄，公司业绩拐点来临

报告期内，受非洲猪瘟影响，下游生猪养殖行业产能大幅去化，叠加养殖场（户）疫苗使用积极性下降，导致公司收入和利润同比大幅下滑。但是，从三季度来看，公司归母净利润同比下滑 75.62%，相较于单二季度同比下滑 81.97%，公司季度业绩同比降幅收窄。此外，从公司库存水平过来看，三季度末公司存货降至 2.45 亿元，相较于半年报减少 26.87%，公司库存已经大幅降低。我们认为，随着行业养殖盈利的回升以及规模养殖企业补栏的快速推进，公司业绩拐点已经来临。我们预计，四季度公司业绩同比降幅有望进一步收窄。

行业层面：规模企业补栏+非瘟疫苗研发推进，疫苗行业拐点渐近。

随着行业养殖盈利的高企以及规模养猪企业防疫能力的提升，规模养猪企业补栏开始快速进行，根据公告：牧原股份在 9 月底的生产性生物资产达到 28.37 亿，相较于半年报环比增长 60%，天邦股份生产性生物资产达到 6.19 亿元，相较于半年报环比增长 64%。另一方面，非洲猪瘟研发持续推进，根据哈兽研步志高所长采访：目前非瘟疫苗研发的实验室阶段和中试阶段都已经基本完成，目前正在进行临床试验前的有效性和安全性评估。我们预计，随着规模企业补栏和非瘟疫苗研发的持续推进，疫苗行业拐点渐行渐近。

生物股份：超越口蹄疫疫苗，打造以“产品力、销售力和品牌力”为核心的平台型企业，实现公司产品品类扩张和长期成长。

公司通过口蹄疫市场苗单品构建了业内领先的业务平台优势。1) 产品力：新园区的运营将实现研发和工艺水平再提升，进一步强化公司产品的竞争优势；2) 销售力：公司通过口蹄疫市场苗销售体系的搭建和技术服务的推进，打造出了业内领先的高渗透且高粘性的渠道；3) 品牌力：强化客户黏性，提升产品品牌溢价。基于平台型企业的优势，公司有望实现品类的持续扩张，往未来两年看，非洲猪瘟疫苗和宠物疫苗有望持续落地，为公司的长期成长打开空间。

给予“买入”评级：

预计 2019-2021 年公司实现收入 12.50/17.72/27.86 亿，同增-34.11%/41.83%/57.19%，归母净利润 3.66/6.07/10.12 亿，同增-51.4%/65.7%/66.6%，考虑到公司利润高增长及未来非瘟疫苗商业化带来的潜在利润增量，维持“买入”评级，目标价 27 元。

风险提示：养殖行业疫情风险；市场竞争加剧风险；监管政策变动风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,901.01	1,896.61	1,249.76	1,772.47	2,786.12
增长率(%)	25.31	(0.23)	(34.11)	41.83	57.19
EBITDA(百万元)	1,122.02	1,035.92	496.76	796.15	1,294.08
净利润(百万元)	870.09	754.47	366.34	607.10	1,011.57
增长率(%)	34.99	(13.29)	(51.44)	65.72	66.62
EPS(元/股)	0.77	0.67	0.33	0.54	0.90
市盈率(P/E)	24.72	28.51	58.72	35.43	21.27
市净率(P/B)	4.81	4.28	3.80	3.57	3.29
市销率(P/S)	11.32	11.34	17.21	12.14	7.72
EV/EBITDA	22.99	17.01	38.75	24.04	14.61

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	19.4 元
目标价格	27 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,126.24
流通 A 股股本(百万股)	1,126.24
A 股总市值(百万元)	21,849.06
流通 A 股市值(百万元)	21,849.06
每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	11.01
一年内最高/最低(元)	19.99/14.11

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

王聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080001
wccong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《生物股份-公司点评:携手动保巨头,强强联合拓展宠物蓝海市场》 2019-10-12
- 2 《生物股份-公司深度研究:公司业绩拐点即将显现,研发、工艺优势进一步突显!》 2019-09-21
- 3 《生物股份-半年报点评:上半年受非瘟影响业绩承压,预计下半年逐步好转》 2019-08-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,451.76	1,728.41	2,219.38	2,296.12	2,551.46	营业收入	1,901.01	1,896.61	1,249.76	1,772.47	2,786.12
应收票据及应收账款	470.10	778.70	471.05	907.54	1,027.27	营业成本	392.12	521.55	380.59	516.64	777.33
预付账款	4.04	6.66	8.42	8.01	15.82	营业税金及附加	17.30	22.43	11.89	16.84	26.47
存货	230.59	313.05	215.55	358.50	375.64	营业费用	270.92	257.04	212.46	265.87	376.13
其他	962.44	884.67	840.36	958.07	943.30	管理费用	169.24	146.60	118.73	152.43	222.89
流动资产合计	4,118.93	3,711.50	3,754.76	4,528.23	4,913.49	研发费用	72.00	107.43	106.23	150.66	222.89
长期股权投资	204.26	208.54	208.54	208.54	208.54	财务费用	(34.75)	(36.47)	(37.12)	(42.83)	(45.98)
固定资产	398.98	757.95	1,523.04	1,732.07	1,894.75	资产减值损失	27.07	60.02	70.00	35.00	40.00
在建工程	303.41	737.65	311.29	276.78	226.07	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	353.94	480.61	444.97	409.34	373.71	投资净收益	35.27	50.14	50.00	50.00	50.00
其他	304.05	415.82	380.22	417.10	403.57	其他	(73.68)	(121.35)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
非流动资产合计	1,564.64	2,600.58	2,868.08	3,043.83	3,106.64	营业利润	1,025.52	889.24	436.98	727.86	1,216.40
资产总计	5,683.57	6,313.21	6,623.22	7,572.57	8,020.80	营业外收入	0.23	0.90	1.00	0.71	0.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.38	0.84	0.99	0.74	0.85
应付票据及应付账款	244.42	324.10	162.21	438.58	476.26	利润总额	1,025.37	889.30	436.99	727.83	1,216.41
其他	816.99	617.99	478.54	771.57	667.31	所得税	157.16	139.70	69.92	116.45	194.63
流动负债合计	1,061.41	942.09	640.75	1,210.15	1,143.57	净利润	868.21	749.60	367.07	611.38	1,021.79
长期借款	2.58	2.58	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.89)	(4.86)	0.73	4.28	10.22
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	870.09	754.47	366.34	607.10	1,011.57
其他	141.64	145.97	126.69	138.10	136.92	每股收益(元)	0.77	0.67	0.33	0.54	0.90
非流动负债合计	144.22	148.55	126.69	138.10	136.92						
负债合计	1,205.64	1,090.65	767.44	1,348.25	1,280.49	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	7.25	191.13	191.86	196.14	206.36	成长能力					
股本	899.15	1,170.54	1,126.24	1,126.24	1,126.24	营业收入	25.31%	-0.23%	-34.11%	41.83%	57.19%
资本公积	1,558.81	1,309.53	1,309.53	1,309.53	1,309.53	营业利润	32.79%	-13.29%	-50.86%	66.56%	67.12%
留存收益	4,046.18	4,281.24	4,537.67	4,901.93	5,407.72	归属于母公司净利润	34.99%	-13.29%	-51.44%	65.72%	66.62%
其他	(2,033.47)	(1,729.87)	(1,309.53)	(1,309.53)	(1,309.53)	获利能力					
股东权益合计	4,477.94	5,222.57	5,855.77	6,224.31	6,740.31	毛利率	79.37%	72.50%	69.55%	70.85%	72.10%
负债和股东权益总	5,683.57	6,313.21	6,623.22	7,572.57	8,020.80	净利率	45.77%	39.78%	29.31%	34.25%	36.31%
						ROE	19.46%	15.00%	6.47%	10.07%	15.48%
						ROIC	66.94%	41.68%	10.41%	16.92%	26.89%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	21.21%	17.28%	11.59%	17.80%	15.96%
净利润	868.21	749.60	366.34	607.10	1,011.57	净负债率	-54.69%	-33.05%	-37.90%	-36.89%	-37.85%
折旧摊销	64.72	97.20	96.90	111.13	123.66	流动比率	3.88	3.94	5.86	3.74	4.30
财务费用	0.00	2.64	(37.12)	(42.83)	(45.98)	速动比率	3.66	3.61	5.52	3.45	3.97
投资损失	(35.27)	(50.14)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	营运能力					
营运资金变动	(318.49)	(644.46)	162.51	(152.69)	(184.17)	应收账款周转率	5.11	3.04	2.00	2.57	2.88
其它	312.28	267.61	0.73	4.28	10.22	存货周转率	8.27	6.98	4.73	6.18	7.59
经营活动现金流	891.44	422.46	539.36	476.98	865.30	总资产周转率	0.38	0.32	0.19	0.25	0.36
资本支出	245.71	1,162.49	419.28	238.59	201.18	每股指标(元)					
长期投资	51.73	4.29	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.77	0.67	0.33	0.54	0.90
其他	(2,396.82)	(1,292.13)	(768.53)	(438.71)	(351.35)	每股经营现金流	0.79	0.38	0.48	0.42	0.77
投资活动现金流	(2,099.37)	(125.35)	(349.24)	(200.13)	(150.17)	每股净资产	3.97	4.47	5.03	5.35	5.80
债权融资	2.58	2.58	0.17	0.06	0.07	估值比率					
股权融资	194.73	115.08	415.36	45.03	48.18	市盈率	24.72	28.51	58.72	35.43	21.27
其他	(6.74)	(783.72)	(114.68)	(245.20)	(508.04)	市净率	4.81	4.28	3.80	3.57	3.29
筹资活动现金流	190.57	(666.06)	300.84	(200.12)	(459.78)	EV/EBITDA	22.99	17.01	38.75	24.04	14.61
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	24.34	18.77	48.14	27.94	16.15
现金净增加额	(1,017.36)	(368.95)	490.96	76.74	255.35						

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