

非经常性损益因素影响 Q4 业绩，周期底部 边际改善进行中

买入 (维持)

2020 年 01 月 21 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	1174.87	1632.29	2113.13
同比 (%)	-0.2%	-38.1%	38.9%	29.5%
归母净利润 (百万元)	754.47	218.57	518.92	769.55
同比 (%)	-13.3%	-71.0%	137.4%	48.3%
每股收益 (元/股)	0.64	0.19	0.46	0.68
P/E (倍)	30.83	106.41	44.82	30.22

投资要点

■ **公司发布业绩预告:** 预计 FY19 实现归母净利 2.1-2.5 亿元, 同降 66.86%-72.17%, 实现扣非归母净利 2-2.4 亿元, 同降 67.24%-72.70%。

■ **全年业绩处于周期底部, 主要受下游产能去化、应收及存货减值影响。**一方面, 非洲猪瘟疫情影响生猪、能繁母猪存栏量大幅减少, 根据农业农村部, 10 月生猪/能繁母猪存栏同降 41.4%/37.8%, 下游产能深度去化造成公司猪用疫苗产品销售大幅下滑。另一方面, 由于 18 年更换口蹄疫文号及非洲猪瘟导致库存积压, 前三季度累计计提减值损失约 4300 万。**单 19Q4 来看, 预计归母净利在-0.38 亿到 0.02 亿区间, 主要受非经常性损益因素影响, 包括对应收账款和长期应收款计提预期信用损失、对部分下游客户进行信用评估后计提坏账准备。**

■ **目前已经能看到边际改善的情况, 后周期逻辑值得验证期待。**一方面, 规模猪场生产恢复较快, 12 月全国年出栏 5000 头以上规模猪场的生猪/能繁母猪存栏环增 2.7%/3.4%, 均连续 4 个月增长, 由于公司 KA+TOP 类客户占比 90%+, 预计 19Q4 市场苗收入同比降幅有望收窄, 预计 20Q1 有望出现环比增长情况, 头部企业的加速扩张将带来 20 年较大的业绩弹性。另一方面, 渠道库存已基本消化, 19Q4 少有存货减值, 同时前期买赠情况也大幅减少, 整体情况都在边际改善中。

■ **成长的角度看, 公司经过多年的研发投入及技术储备, 积极寻求新突破:** 1) **新园区带来智能制造全面升级,** 将扩充生产规模, 满足大型养殖集团的单批量产能, 且产品质量达到国际标准, 疫苗稳定性强, 并降低运营费用。P3 实验室已获得 CNAS 认证, 具备相关高致病性病原微生物实验的硬件条件, 相关实验活动许可正在申请中, 研发实力将得到进一步强化。2) **积累开展一针多防,** 在推广上稳扎稳打, 已经有具体的方案和套餐进入了头部的大型企业, 通过组合方案带动各类产品销量提升。3) **强化宠物疫苗布局,** 公司和日本共立合作布局高复合增长的宠物疫苗蓝海市场, 在研发生产、工艺技术、渠道拓展、品牌建设等方面深度合作, 产品矩阵丰富化, 有望在未来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 11.7/16.3/21.1 亿元, 同增-38.1%/38.9%/29.5%; 归母净利 2.2/5.2/7.7 亿元, 同增-71.0%/137.4%/48.3%, 当前股价对应 PE 为 106.4X/44.8X/30.2X。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, 维持“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)	20.65
一年最低/最高价	13.80/21.98
市净率(倍)	4.85
流通 A 股市值(百万元)	23256.86

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): 周期底部业绩拐点将现, 长期产品矩阵完善成长可期》2019-10-21
- 2、《生物股份 (600201): 动保龙头前瞻性布局, 二次腾飞将起航》2019-09-25

生物股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3713	3468	3256	3202	营业收入	1897	1175	1632	2113
现金	1728	1603	1432	1035	减:营业成本	522	469	586	696
应收账款	779	788	696	585	营业税金及附加	22	14	19	25
存货	313	729	108	711	营业费用	257	176	220	275
其他流动资产	892	348	1020	871	管理费用	254	223	139	148
非流动资产	2601	2867	3551	4124	财务费用	-36	-34	-30	-30
长期股权投资	209	188	200	199	资产减值损失	60	105	20	20
固定资产	758	982	1233	1424	加:投资净收益	50	29	38	39
在建工程	738	979	1169	1297	其他收益	22	5	10	15
无形资产	365	500	688	957	营业利润	889	255	611	906
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	6335	6807	7327	利润总额	889	258	612	907
流动负债	942	835	946	908	减:所得税费用	140	40	96	142
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-5	-1	-3	-5
应付账款	324	301	168	761	归属母公司净利润	754	219	519	770
其他流动负债	618	534	779	147	EBIT	853	224	582	877
非流动负债	149	129	141	140	EBITDA	950	338	702	958
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	0.19	0.46	0.68
少数股东权益	191	197	209	230	每股净资产(元)	4.30	4.59	4.89	5.37
归属母公司股东权益	5031	5173	5511	6049	发行在外股份(百万股)	1,171	1,126	1,126	1,126
负债和股东权益	6313	6335	6807	7327	ROIC(%)	13.8%	3.5%	8.6%	11.8%
					ROE(%)	15.5%	4.1%	9.3%	12.7%
					毛利率(%)	72.5%	60.1%	64.1%	67.0%
					销售净利率(%)	39.8%	18.6%	31.8%	36.4%
					资产负债率(%)	17.3%	15.2%	16.0%	14.3%
					收入增长率(%)	-0.2%	-38.1%	38.9%	29.5%
					净利润增长率(%)	-13.3%	-71.0%	137.4%	48.3%
					P/E	30.83	106.41	44.82	30.22
					P/B	4.62	4.50	4.22	3.84
					EV/EBITDA	24.78	66.95	32.63	24.29

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>

