

全年业绩处于周期底部，后周期逻辑值得验证期待

买入（维持）

2020 年 03 月 29 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1126.78	1458.94	1812.02	2335.53
同比（%）	-40.6%	29.5%	24.2%	28.9%
归母净利润（百万元）	221.04	449.92	659.50	906.89
同比（%）	-70.7%	103.5%	46.6%	37.5%
每股收益（元/股）	0.20	0.40	0.59	0.81
P/E（倍）	105.73	51.94	35.44	25.77

投资要点

■ 公司发布 FY19 年报：FY19 实现营收 11.27 亿元，同降 40.59%，归母净利 2.21 亿元，同降 70.70%，扣非归母净利 2.15 亿元，同降 70.64%；其中 Q4 单季实现营收 2.79 亿元，同降 39.96%，归母净利-0.27 亿元。

■ 非洲猪瘟疫情导致下游产能大幅去化，公司业绩处于周期底部。根据农业农村部，10 月生猪/能繁母猪存栏同降 41.4%/37.8%，下游养殖行业产能深度去化致使公司猪用疫苗产品销售大幅下滑。经测算，预计全年口蹄疫市场苗收入同比下滑 60%+，口蹄疫招采苗同比下滑 20%+，猪圆环同下滑 60%+。单四季度来看，预计口蹄疫市场苗收入同比下滑 50%，招采苗同比下滑 20%。

■ 存货、商誉及应收账款减值等非经常性损益因素进一步影响税前利润 8165 万。公司全年计提资产减值损失约 5500 万，其中由于 18 年更换口蹄疫文号及非洲猪瘟导致库存积压计提存货减值约 4000 万；由于辽宁益康利润端没有达到 4000 万的考核要求计提商誉减值约 1500 万。此外，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，信用减值损失约 2600 万。

■ 毛利率受产品结构及销售策略影响有所下滑。19 年毛利率 62.31 %同降 10.19pct，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，经测算预计全年禽苗收入增速 55%；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。

■ 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，2 月全国年出栏 500 头以上的规模猪场新生仔猪数量环比增长 3.4%，这是自 19 年 9 月开展监测以来首次实现环比增长。由于公司 KA+TOP 类客户占比 90%+，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。同时，公司的 P3 实验室已获得从事高致病性动物病原微生物实验活动的批复，成为国内首家可以同时开展口蹄疫疫苗和非洲猪瘟疫苗研究开发相关实验活动的动物疫苗企业，具有里程碑式意义，进一步提高研发实力，有望打开估值空间。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.75
一年最低/最高价	13.85/24.14
市净率(倍)	5.03
流通 A 股市值(百万元)	23369.49

基础数据

每股净资产(元)	4.13
资产负债率(%)	12.83
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)：非经常性损益因素影响 Q4 业绩，周期底部边际改善进行中》2020-01-22
- 2、《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
- 3、《生物股份 (600201)：动保龙头前瞻性布局，二次腾飞将起航》2019-09-25

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 20-22 年公司实现营收 14.6/18.1/23.4 亿元，同增 29.5%/24.2%/28.9%；归母净利 4.5/6.6/9.1 亿元，同增 103.5%/46.6%/37.5%，当前股价对应 PE 为 51.9X/35.4X/25.8X。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

生物股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2694	2555	2400	2363	营业收入	1127	1459	1812	2336
现金	1109	1203	428	570	减:营业成本	425	489	569	704
应收账款	600	726	372	562	营业税金及附加	19	24	30	38
存货	245	243	515	423	营业费用	218	233	245	280
其他流动资产	740	382	1085	807	管理费用	200	117	127	159
非流动资产	2892	3634	4203	4853	财务费用	-18	-12	-12	-12
长期股权投资	265	226	233	242	资产减值损失	-55	20	20	20
固定资产	0	1267	1438	1643	加:投资净收益	-1	28	26	17
在建工程	454	1169	1297	1345	其他收益	8	10	15	17
无形资产	339	688	957	1342	营业利润	0	-0	-0	-0
其他非流动资产	1834	283	278	282	加:营业外净收支	254	516	756	1040
资产总计	5586	6188	6603	7216	利润总额	-0	-0	-0	-0
流动负债	548	851	780	726	减:所得税费用	254	516	756	1040
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	27	54	79	109
应付账款	295	96	663	276	归属母公司净利润	6	12	17	24
其他流动负债	253	755	117	451	EBIT	221	450	659	907
非流动负债	169	162	164	165	EBITDA	236	504	745	1029
长期借款	15	15	15	15					
其他非流动负债	154	147	149	150	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	717	1013	944	891	每股收益(元)	0.20	0.40	0.59	0.81
少数股东权益	222	236	258	288	每股净资产(元)	4.13	4.39	4.80	5.36
					发行在外股份(百万股)	1,126	1126	1126	1126
归属母公司股东权益	4647	4940	5401	6036	ROIC(%)	4.3%	8.7%	11.7%	14.5%
负债和股东权益	5586	6188	6603	7216	ROE(%)	4.5%	9.2%	12.5%	15.5%
					毛利率(%)	62.3%	66.5%	68.6%	69.9%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	19.6%	30.8%	36.4%	38.8%
经营活动现金流	405	657	722	651	资产负债率(%)	12.8%	16.4%	14.3%	12.4%
投资活动现金流	413	-973	-235	-256	收入增长率(%)	-40.6%	29.5%	24.2%	28.9%
筹资活动现金流	-847	411	-1263	-253	净利润增长率(%)	-70.7%	103.5%	46.6%	37.5%
现金净增加额	-28	95	-775	142	P/E	105.7	51.9	35.4	25.8
折旧和摊销	107	127	148	165	P/B	5.03	4.73	4.33	3.87
资本开支	307	784	552	539	EV/EBITDA	67.04	36.71	26.77	19.85
营运资本变动	-625	-441	-84	17					

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>