

生物股份 (600201)

证券研究报告

2020年04月15日

业绩拐点显现，研发创新升级，公司长期拐点到来！

事件：

公司披露一季报，一季度公司实现收入 3.66 亿，同比+9.62%，实现归母净利润 1.51 亿，同比-5.13%。

下游养殖结构性恢复，以及公司产品竞争优势凸显带来业绩改善

我们预计：一方面下游生猪养殖集中度在提升，规模猪场扩张速度较快，使得公司下游需求环比回升；另一方面，公司通过“一针多防”免疫策略的推广提升了公司猪用疫苗的竞争优势；从而导致公司猪用疫苗业务环比改善。此外，我们预计受益于公司禽用疫苗产品品质提升以及公司销售能力较强的因素，公司禽用疫苗预计也将实现较高增长。一季度来看，公司毛利率 70.49%，同比去年仅下降 1.66 个百分点，在当前疫苗产业的低谷阶段，显示了公司业务的韧性和竞争优势。

养殖集中度提升推动疫苗行业扩容，预计未来三年业绩持续高增长。

未来三年将是下游养猪产业规模化加速的三年，根据我们测算，16 家养殖集团，2017 年生猪出栏量 4277 万，2019 年 5442 万，根据我们测算，到 2022 年 16 家养殖集团出栏量将达到 1.92 亿头；生物股份的客户主要是规模猪场，因此规模猪场的快速扩张将推动公司业绩持续快速增长，我们预计仅公司现有产品，2022 年利润也将超过 10 亿元。

动物疫苗行业进入研发和产品创新竞争时代，生物股份继续引领行业。

生物股份率先取得 P3 实验室，并在 2 月份获取口蹄疫和非洲猪瘟疫苗的研发资质，4 月份又获得 CNAS 认可进行布鲁氏菌的研发活动，充分显示了公司在研发领域的优势，继续领跑行业。公司将凭借其充裕的资金，灵活的市场机制有效整合国内外优质的研发资源（包括种毒资源、技术等），一方面能够在短时间内实现关键疫苗的研发突破，另一方面能够实现公司研发和产品创新能力的快速提升。

未来多个重磅产品有望相继落地。

我们预计公司将有口蹄疫联苗、布病疫苗、宠物疫苗/药、非洲猪瘟疫苗等多个重磅产品进入公司的研发管线并有望相继落地，成为推动公司业绩长期成长的核心驱动力。

给予“买入”评级：

公司一季报业绩略超市场预期，公司毛利率水平高于我们此前的预期，因此，我们上调公司收入和利润率，不考虑新产品的增量，我们将公司 2020-2022 年收入由 14.96/19.72/24.96 亿上调至 15.07/20.47/28.35 亿，同增 33.77%/35.82%/38.48%，归母净利润由 4.60/6.60/9.12 亿上调至 4.63/6.96/10.72 亿，对应 EPS 为 0.41/0.62/0.95 元，同比增速 110%/50%/54%，继续给予“买入”评级。

风险提示：下游养殖恢复不及预期；产品竞争激烈；新产品开发不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,896.61	1,126.78	1,507.26	2,047.19	2,834.93
增长率(%)	(0.23)	(40.59)	33.77	35.82	38.48
EBITDA(百万元)	1,035.92	558.76	617.33	893.68	1,341.71
净利润(百万元)	754.47	221.04	463.22	696.19	1,072.27
增长率(%)	(13.29)	(70.70)	109.56	50.29	54.02
EPS(元/股)	0.67	0.20	0.41	0.62	0.95
市盈率(P/E)	33.93	115.81	55.26	36.77	23.87
市净率(P/B)	5.09	5.51	5.01	4.57	4.03
市销率(P/S)	13.50	22.72	16.98	12.50	9.03
EV/EBITDA	17.01	34.43	38.32	25.38	16.90

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	22.73 元
目标价格	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)	25,599.44
流通 A 股市值(百万元)	25,599.44
每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	14.36
一年内最高/最低(元)	24.14/14.16

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《生物股份-年报点评报告:2020 年有望迎来业绩拐点，研发优势支撑公司长期成长》 2020-03-30
- 《生物股份-公司点评:P3 实验室获批研发口蹄疫及非瘟疫苗，公司发展进入新阶段！》 2020-02-04
- 《生物股份-公司点评:非洲猪瘟疫情致业绩下滑，2020 年有望迎来业绩拐点》 2020-01-22

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,728.41	1,108.51	1,174.11	2,173.43	2,200.82
应收票据及应收账款	778.70	600.11	907.15	457.64	1,353.56
预付账款	6.66	13.05	2.71	17.61	12.79
存货	313.05	245.29	363.24	375.81	594.08
其他	884.67	726.58	801.79	1,056.78	968.23
流动资产合计	3,711.50	2,693.55	3,249.00	4,081.26	5,129.48
长期股权投资	208.54	265.46	265.46	265.46	265.46
固定资产	757.95	1,195.02	1,348.81	1,434.83	1,479.20
在建工程	737.65	454.44	302.66	211.60	156.96
无形资产	480.61	519.71	484.63	449.54	414.46
其他	415.82	457.71	457.28	449.36	453.93
非流动资产合计	2,600.58	2,892.33	2,858.84	2,810.79	2,770.01
资产总计	6,313.21	5,585.88	6,108.21	6,892.56	7,899.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	324.10	295.24	379.77	426.69	706.14
其他	617.99	252.77	232.08	470.53	418.51
流动负债合计	942.09	548.00	611.85	897.22	1,124.65
长期借款	2.58	15.08	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	145.97	153.70	153.70	151.12	152.84
非流动负债合计	148.55	168.78	153.70	151.12	152.84
负债合计	1,090.65	716.78	765.55	1,048.35	1,277.49
少数股东权益	191.13	221.82	231.27	245.48	272.98
股本	1,170.54	1,126.24	1,126.24	1,126.24	1,126.24
资本公积	1,309.53	881.01	881.01	881.01	881.01
留存收益	4,281.24	3,660.90	3,985.15	4,472.49	5,223.08
其他	(1,729.87)	(1,020.87)	(881.01)	(881.01)	(881.01)
股东权益合计	5,222.57	4,869.10	5,342.67	5,844.21	6,622.29
负债和股东权益总	6,313.21	5,585.88	6,108.21	6,892.56	7,899.78

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	749.60	226.89	463.22	696.19	1,072.27
折旧摊销	97.20	107.54	83.07	90.12	95.36
财务费用	2.64	9.25	(15.25)	(22.47)	(32.43)
投资损失	(50.14)	1.23	(15.00)	(20.00)	(25.00)
营运资金变动	(644.46)	415.17	(400.58)	457.77	(796.25)
其它	267.61	(354.84)	9.45	14.21	27.49
经营活动现金流	422.46	405.24	124.91	1,215.83	341.44
资本支出	1,162.49	334.21	50.00	52.58	48.28
长期投资	4.29	56.92	0.00	0.00	0.00
其他	(1,292.13)	21.98	(85.38)	(82.70)	(73.07)
投资活动现金流	(125.35)	413.11	(35.38)	(30.13)	(24.79)
债权融资	2.58	40.08	0.00	0.00	0.00
股权融资	116.14	(171.26)	158.37	25.72	35.68
其他	(784.78)	(715.31)	(182.30)	(212.11)	(324.93)
筹资活动现金流	(666.06)	(846.50)	(23.93)	(186.39)	(289.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(368.95)	(28.15)	65.60	999.32	27.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,896.61	1,126.78	1,507.26	2,047.19	2,834.93
营业成本	521.55	424.63	462.79	603.76	799.12
营业税金及附加	22.43	18.50	15.07	20.47	28.35
营业费用	257.04	218.34	237.39	266.13	314.68
管理费用	146.60	112.85	132.64	178.11	215.45
研发费用	107.43	86.66	125.10	180.15	240.97
财务费用	(36.47)	(17.83)	(15.25)	(22.47)	(32.43)
资产减值损失	60.02	(55.44)	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	44.99	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.14	(1.23)	15.00	20.00	25.00
其他	(121.36)	41.70	(30.00)	(40.00)	(50.00)
营业利润	889.24	253.61	549.51	826.03	1,278.78
营业外收入	0.90	1.34	1.00	1.08	1.14
营业外支出	0.84	1.45	0.89	1.06	1.13
利润总额	889.30	253.50	549.62	826.05	1,278.79
所得税	139.70	26.61	76.95	115.65	179.03
净利润	749.60	226.89	472.68	710.40	1,099.76
少数股东损益	(4.86)	5.85	9.45	14.21	27.49
归属于母公司净利润	754.47	221.04	463.22	696.19	1,072.27
每股收益(元)	0.67	0.20	0.41	0.62	0.95

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-0.23%	-40.59%	33.77%	35.82%	38.48%
营业利润	-13.29%	-71.48%	116.67%	50.32%	54.81%
归属于母公司净利润	-13.29%	-70.70%	109.56%	50.29%	54.02%
获利能力					
毛利率	72.50%	62.32%	69.30%	70.51%	71.81%
净利率	39.78%	19.62%	30.73%	34.01%	37.82%
ROE	15.00%	4.76%	9.06%	12.43%	16.89%
ROIC	41.68%	6.54%	16.40%	21.81%	40.01%
偿债能力					
资产负债率	17.28%	12.83%	12.53%	15.21%	16.17%
净负债率	-33.05%	-21.94%	-21.98%	-37.19%	-33.23%
流动比率	3.94	4.92	5.31	4.55	4.56
速动比率	3.61	4.47	4.72	4.13	4.03
营运能力					
应收账款周转率	3.04	1.63	2.00	3.00	3.13
存货周转率	6.98	4.04	4.95	5.54	5.85
总资产周转率	0.32	0.19	0.26	0.31	0.38
每股指标(元)					
每股收益	0.67	0.20	0.41	0.62	0.95
每股经营现金流	0.38	0.36	0.11	1.08	0.30
每股净资产	4.47	4.13	4.54	4.97	5.64
估值比率					
市盈率	33.93	115.81	55.26	36.77	23.87
市净率	5.09	5.51	5.01	4.57	4.03
EV/EBITDA	17.01	34.43	38.32	25.38	16.90
EV/EBIT	18.77	42.59	44.28	28.22	18.19

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