

中信证券研究部

核心观点



**盛夏**  
首席农业分析师  
S1010516110001



**彭家乐**  
农业分析师  
S1010518080001

**作为中国动保龙头企业，此次和日本动保龙头的合作标志着公司全面开启宠物布局新篇章，公司正加速从一个依靠单一品种、生产工艺领先的公司向多品种驱动、研发平台型公司的转变。考虑到公司后周期的弹性和非瘟疫苗的持续催化，我们维持公司2019/20/21年EPS预测为0.36/0.51/0.7元，维持“买入”评级。**

- 事项：**生物股份发布公告，旗下子公司金宇保灵拟投资8160万元与共立制药株式会社成立金宇共立动物保健公司，其中，金宇保灵持股51%。我们对此点评如下：
- 两大动保巨头联手，共同开拓国内宠物动保市场。**共立制药成立于1955年，产品包括动物生物制剂（疫苗）、诊断药品、激素类药物等动保产品，涵盖猪、牛、禽、鱼、宠物等各个类别。作为日本最大的动保公司，2014年共立制药在日本动保市占率约为29%，经济动物领域市占率约为14%，宠物领域市占率约为42%。2018年共立制药动保业务收入约4.7亿美元，位列全球动保第12位；其中，宠物占比约为75%-85%。此次合资公司将依托共立制药在宠物疫苗领域的研发平台优势、渠道销售经验、产品品牌价值，和公司在动物疫苗智能化制造领域的工艺技术优势、产品转化能力，共同开拓国内宠物动保市场。
- 迎宠物经济之潮，加速转型国际动保龙头。**当下国内宠物疫苗市场规模不到10亿元，我们预计随着养宠渗透率（2018年我国宠物数量约1亿只，城镇养宠渗透率约12%，美国在51%以上）和科学防疫观念的持续提升（理论上每只宠物年均免疫费用在140元左右），未来我国宠物疫苗市场规模有望破百亿。公司近年加大对宠物领域的重视，旗下益康的狂犬病疫苗已上市销售，2018年销售228万头份，且公司自有的犬三联（犬瘟热、犬细小病毒性肠炎、犬传染性肝炎三联活疫苗）、犬四联（犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病、犬副流感四联疫苗）产品已在研。随着金宇共立的落地，预计宠物板块有望在2021年左右为公司贡献一定的收入增量，公司正加速从单一品种依赖型公司向国际动保龙头转变。
- 生猪补栏渐起，猪苗复苏有望。**2019年受非瘟疫情影响生猪产能大幅去化，多数猪疫苗企业销售下滑幅度40%-50%。8-9月以来，随着疫情企稳和猪价高企，加之多项国家和地方政策鼓励复产，行业积极的补栏已出现。9月农业部公布能繁母猪环比下降2.9%，环比降幅已缩窄，产能拐点有望在Q4出现，猪苗行业有望在2020年复苏。长期来看，规模场占比的增加将持续提升优质疫苗的渗透率，预计行业仍有至少2倍的增长空间。
- 风险因素：**产能恢复不及预期，产品竞争加剧，非瘟疫苗进展不及预期。
- 投资建议：**作为中国动保龙头企业，此次和日本动保龙头的合作标志着公司全面开启宠物布局新篇章，公司正加速从一个依靠单一品种、生产工艺领先的公司向多品种驱动、研发平台型公司的转变。考虑到公司后周期的弹性和非瘟疫苗的持续催化，我们维持公司2019/20/21年EPS预测为0.36/0.51/0.7元，维持“买入”评级。

<b>生物股份</b>	<b>600201</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	18.85元
总股本	1,126百万股
流通股本	1,126百万股
52周最高/最低价	19.12/14.21元
近1月绝对涨幅	4.61%
近6月绝对涨幅	14.50%
近12月绝对涨幅	17.57%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,901.01	1,896.61	1,241.28	1,529.34	2,022.27
营业收入增长率	25%	0%	-35%	23%	32%
净利润(百万元)	870.09	754.47	388.34	579.00	791.46
净利润增长率	35%	-13%	-49%	49%	37%
每股收益EPS(基本)(元)	1.00	0.67	0.36	0.51	0.70
毛利率%	79%	73%	68%	70%	73%
净资产收益率ROE%	19.46%	15.00%	7.41%	10.17%	12.54%
每股净资产(元)	3.97	5.38	4.66	5.05	5.60
PE	18	27	52	35	26
PB	5	3	4	4	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年10月11日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,901	1,897	1,241	1,529	2,022
营业成本	392	522	396	464	551
毛利率	79.37%	72.50%	68.08%	69.67%	72.76%
营业税金及附加	17	22	12	16	21
销售费用	271	257	207	249	324
营业费用率	14.25%	13.55%	16.70%	16.30%	16.00%
管理费用	241	147	124	138	182
管理费用率	12.69%	7.73%	10.00%	9.00%	9.00%
财务费用	(35)	(36)	(32)	(42)	(65)
财务费用率	-1.83%	-1.92%	-2.57%	-2.71%	-3.20%
投资收益	35	50	34	34	34
营业利润	1,026	889	462	684	936
营业利润率	53.95%	46.89%	37.18%	44.74%	46.30%
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	1,025	889	462	684	936
所得税	157	140	75	108	149
所得税率	15.33%	15.71%	16.19%	15.74%	15.88%
少数股东损益	(2)	(5)	(1)	(2)	(4)
归属于母公司股东的净利润	870	754	388	579	791
净利率	45.77%	39.78%	31.29%	37.86%	39.14%

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,025	889	462	684	936
所得税支出	-157	-140	-75	-108	-149
折旧和摊销	65	97	48	48	48
营运资金的变化	-111	-488	-634	758	35
其他经营现金流	69	63	-26	-102	-100
经营现金流合计	891	422	-225	1,280	771
资本支出	-402	-545	-10	-10	-10
投资收益	35	50	34	34	34
其他投资现金流	-1,733	370	0	0	0
投资现金流合计	-2,099	-125	24	24	24
发行股票	497	19	0	0	0
负债变化	3	160	181	-181	0
股息支出	-270	-176	-176	-132	-170
其他融资现金流	-39	-669	32	42	65
融资现金流合计	191	-666	38	-272	-106
现金及现金等价物净增加额	-1,017	-369	-163	1,033	690

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,452	1,728	1,565	2,598	3,288
存货	231	313	244	279	334
应收账款	470	779	1,338	609	604
其他流动资产	966	892	877	903	915
流动资产	4,119	3,713	4,025	4,389	5,141
固定资产	399	758	910	1,162	1,314
长期股权投资	204	209	209	209	209
无形资产	270	365	365	365	365
其他长期资产	692	1,269	1,079	789	599
非流动资产	1,565	2,601	2,563	2,525	2,487
资产总计	5,684	6,313	6,587	6,913	7,628
短期借款	0	0	181	0	0
应付账款	244	324	241	286	339
其他流动负债	817	618	583	600	644
流动负债	1,061	942	1,005	886	983
长期借款	3	3	3	3	3
其他长期负债	142	146	146	146	146
非流动性负债	144	149	149	149	149
负债合计	1,206	1,091	1,153	1,035	1,132
股本	899	1,171	1,126	1,126	1,126
资本公积	1,559	1,310	1,354	1,354	1,354
归属于母公司所有者权益合计	4,471	5,031	5,244	5,691	6,313
少数股东权益	7	191	190	187	183
股东权益合计	4,478	5,223	5,434	5,879	6,496
负债股东权益总计	5,684	6,313	6,587	6,913	7,628

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	25.31%	-0.23%	-34.55%	23.21%	32.23%
营业利润增长率	32.79%	-13.29%	-48.10%	48.25%	36.83%
净利润增长率	34.99%	-13.29%	-48.53%	49.10%	36.69%
毛利率	79.37%	72.50%	68.08%	69.67%	72.76%
EBITDA Margin	55.47%	50.06%	38.60%	45.33%	45.67%
净利率	45.77%	39.78%	31.29%	37.86%	39.14%
净资产收益率	19.46%	15.00%	7.41%	10.17%	12.54%
总资产收益率	15.31%	11.95%	5.90%	8.37%	10.38%
资产负债率	21.21%	17.28%	17.51%	14.97%	14.84%
所得税率	15.33%	15.71%	16.19%	15.74%	15.88%
股利支付率	31.00%	23.27%	33.95%	29.41%	28.88%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和 markets 法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。