

# 生物股份 (600201)

证券研究报告

2019年10月12日

## 携手动保巨头，强强联合拓展宠物蓝海市场

**事件：**公司全资子公司金宇保灵与共立制药株式会社共同出资 1.6 亿元人民币设立金宇共立动物保健有限公司，其中金宇保灵出资 8160 万元，占比 51%，共立制药出资 7840 万元，占比 49%。

### 共立制药：亚洲动保巨头，宠物领域积淀深厚

共立制药成立于 1955 年，是日本也是亚洲最大的动保公司，2018 年全球动保排名第 12。2019 财年共立制药总营收 4.8 亿美元，预计 2020 财年将突破 5 亿美元。在日本动保市场中，公司市占率约 29%，位居第一，其中在经济动物领域市占率约 14%，而在宠物动保领域市占率更是高达 42%。此外在宠物产业中，共立集团还涉足宠物医院、宠物芯片、处方粮等相关业务，在宠物相关产业中有很深的积淀。公司本次投资成立合资公司有望实现双方资源优势共享，对宠物疫苗进行研发、生产和销售，共同开拓国内外动保市场。

### 我国宠物数量基数大，但是宠物疫苗的渗透率低，市场潜力巨大

我国宠物产业进入蓬勃发展期，2018 年我国宠物数量约 9149 万只，其中宠物犬 5085 万只，宠物猫 4064 万只。但由于养宠观念相对落后，宠物疫苗渗透率较低，2018 年宠物疫苗出厂端仅为 7.8 亿元。理论上每只宠物的平均免疫费用 100-140 元/年（包含狂犬疫苗和针对性的联苗），以此计算则当前潜在的终端市场规模超过 100 亿元。考虑到我国宠物数量仍有增长空间，宠物疫苗市场潜力巨大。

### 宠物疫苗有望成为公司未来业绩增长点

公司在宠物疫苗领域已布局多年，充分发挥三个国家级实验室和四地研发分工布局优势，将新品研发与市场需求紧密结合，提升自主研发能力，在宠物多联多价疫苗、药品与诊断试剂研制方面进行技术革新，犬三联活疫苗等研发项目进展顺利，此外通过收购辽宁益康之后更是进一步补充了狂犬病灭活疫苗等产品。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，为市场提供具有国际品质的动保系列产品和疫病诊断防控专业技术服务，提升公司核心竞争力，为公司开辟新的业绩增长点。

### 盈利预测与投资建议

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 3.66/6.07/10.11 亿，同增 -51.47%/65.66%/66.63%，EPS 分别为 0.33/0.54/0.90 元，对应 PE 分别为 58/35/21 倍，“买入”评级。

**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	793.15	1,287.28
净利润(百万元)	870.09	754.47	366.16	606.58	1,010.73
增长率(%)	34.99	(13.29)	(51.47)	65.66	66.63
EPS(元/股)	0.77	0.67	0.33	0.54	0.90
市盈率(P/E)	24.40	28.14	57.98	35.00	21.00
市净率(P/B)	4.75	4.22	3.75	3.52	3.25
市销率(P/S)	11.17	11.19	16.99	11.98	7.62
EV/EBITDA	22.99	17.01	38.18	23.59	14.28

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	18.85 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)	21,229.63
流通 A 股市值(百万元)	21,229.63
每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	10.60
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

**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

- 《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
- 《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
- 《生物股份-年报点评报告:股份回购彰显发展信心，静待养殖后周期发力》2019-04-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,451.76	1,728.41	2,219.25	2,442.68	2,790.80
应收票据及应收账款	470.10	778.70	471.05	907.54	1,027.27
预付账款	4.04	6.66	8.42	8.01	15.82
存货	230.59	313.05	215.55	358.50	375.64
其他	962.44	884.67	840.36	958.07	943.30
<b>流动资产合计</b>	<b>4,118.93</b>	<b>3,711.50</b>	<b>3,754.64</b>	<b>4,674.79</b>	<b>5,152.83</b>
长期股权投资	204.26	208.54	208.54	208.54	208.54
固定资产	398.98	757.95	1,523.04	1,675.07	1,768.55
在建工程	303.41	737.65	311.29	186.78	112.07
无形资产	353.94	480.61	444.97	409.34	373.71
其他	304.05	415.82	380.22	417.10	403.57
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,564.64</b>	<b>2,600.58</b>	<b>2,868.08</b>	<b>2,896.83</b>	<b>2,866.44</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,683.57</b>	<b>6,313.21</b>	<b>6,623.09</b>	<b>7,572.13</b>	<b>8,019.94</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	244.42	324.10	162.21	438.58	476.26
其他	816.99	617.99	478.54	771.57	667.31
<b>流动负债合计</b>	<b>1,061.41</b>	<b>942.09</b>	<b>640.75</b>	<b>1,210.15</b>	<b>1,143.57</b>
长期借款	2.58	2.58	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	141.64	145.97	126.69	138.10	136.92
<b>非流动负债合计</b>	<b>144.22</b>	<b>148.55</b>	<b>126.69</b>	<b>138.10</b>	<b>136.92</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,205.64</b>	<b>1,090.65</b>	<b>767.44</b>	<b>1,348.25</b>	<b>1,280.49</b>
少数股东权益	7.25	191.13	191.86	196.14	206.34
股本	899.15	1,170.54	1,126.24	1,126.24	1,126.24
资本公积	1,558.81	1,309.53	1,309.53	1,309.53	1,309.53
留存收益	4,046.18	4,281.24	4,537.55	4,901.50	5,406.87
其他	(2,033.47)	(1,729.87)	(1,309.53)	(1,309.53)	(1,309.53)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,477.94</b>	<b>5,222.57</b>	<b>5,855.65</b>	<b>6,223.87</b>	<b>6,739.45</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,683.57</b>	<b>6,313.21</b>	<b>6,623.09</b>	<b>7,572.13</b>	<b>8,019.94</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	868.21	749.60	366.16	606.58	1,010.73
折旧摊销	64.72	97.20	96.90	108.13	116.86
财务费用	0.00	2.64	(36.92)	(42.21)	(44.97)
投资损失	(35.27)	(50.14)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(318.49)	(644.46)	162.51	(152.69)	(184.17)
其它	312.28	267.61	0.73	4.28	10.21
<b>经营活动现金流</b>	<b>891.44</b>	<b>422.46</b>	<b>539.39</b>	<b>474.08</b>	<b>858.66</b>
资本支出	245.71	1,162.49	419.28	88.59	101.18
长期投资	51.73	4.29	0.00	0.00	0.00
其他	(2,396.82)	(1,292.13)	(768.53)	(138.71)	(151.35)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,099.37)</b>	<b>(125.35)</b>	<b>(349.24)</b>	<b>(50.13)</b>	<b>(50.17)</b>
债权融资	2.58	2.58	0.17	0.06	0.07
股权融资	194.73	115.08	415.15	44.41	47.17
其他	(6.74)	(783.72)	(114.62)	(245.00)	(507.62)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>190.57</b>	<b>(666.06)</b>	<b>300.69</b>	<b>(200.53)</b>	<b>(460.38)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,017.36)</b>	<b>(368.95)</b>	<b>490.84</b>	<b>223.42</b>	<b>348.12</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,901.01</b>	<b>1,896.61</b>	<b>1,249.76</b>	<b>1,772.47</b>	<b>2,786.12</b>
营业成本	392.12	521.55	380.59	516.64	777.33
营业税金及附加	17.30	22.43	11.89	16.84	26.47
营业费用	270.92	257.04	212.46	265.87	376.13
管理费用	169.24	146.60	118.73	152.43	222.89
研发费用	72.00	107.43	106.23	150.66	222.89
财务费用	(34.75)	(36.47)	(36.92)	(42.21)	(44.97)
资产减值损失	27.07	60.02	70.00	35.00	40.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	35.27	50.14	50.00	50.00	50.00
其他	(73.68)	(121.35)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,025.52</b>	<b>889.24</b>	<b>436.77</b>	<b>727.24</b>	<b>1,215.39</b>
营业外收入	0.23	0.90	1.00	0.71	0.87
营业外支出	0.38	0.84	0.99	0.74	0.85
<b>利润总额</b>	<b>1,025.37</b>	<b>889.30</b>	<b>436.78</b>	<b>727.21</b>	<b>1,215.40</b>
所得税	157.16	139.70	69.89	116.35	194.46
<b>净利润</b>	<b>868.21</b>	<b>749.60</b>	<b>366.90</b>	<b>610.86</b>	<b>1,020.94</b>
少数股东损益	(1.89)	(4.86)	0.73	4.28	10.21
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>870.09</b>	<b>754.47</b>	<b>366.16</b>	<b>606.58</b>	<b>1,010.73</b>
每股收益(元)	0.77	0.67	0.33	0.54	0.90

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.31%	-0.23%	-34.11%	41.83%	57.19%
营业利润	32.79%	-13.29%	-50.88%	66.50%	67.12%
归属于母公司净利润	34.99%	-13.29%	-51.47%	65.66%	66.63%
<b>获利能力</b>					
毛利率	79.37%	72.50%	69.55%	70.85%	72.10%
净利率	45.77%	39.78%	29.30%	34.22%	36.28%
ROE	19.46%	15.00%	6.46%	10.06%	15.47%
ROIC	66.94%	41.68%	10.41%	16.92%	28.01%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.21%	17.28%	11.59%	17.81%	15.97%
净负债率	-54.69%	-33.05%	-37.90%	-39.25%	-41.41%
流动比率	3.88	3.94	5.86	3.86	4.51
速动比率	3.66	3.61	5.52	3.57	4.18
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.11	3.04	2.00	2.57	2.88
存货周转率	8.27	6.98	4.73	6.18	7.59
总资产周转率	0.38	0.32	0.19	0.25	0.36
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.77	0.67	0.33	0.54	0.90
每股经营现金流	0.79	0.38	0.48	0.42	0.76
每股净资产	3.97	4.47	5.03	5.35	5.80
<b>估值比率</b>					
市盈率	24.40	28.14	57.98	35.00	21.00
市净率	4.75	4.22	3.75	3.52	3.25
EV/EBITDA	22.99	17.01	38.18	23.59	14.28
EV/EBIT	24.34	18.77	47.44	27.31	15.71

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com