

证券研究报告—动态报告

新三板

兽用药品制造

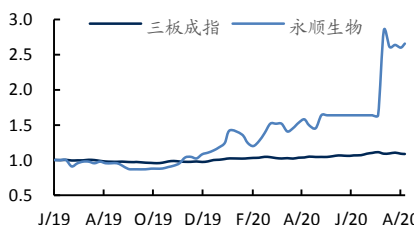
永顺生物(839729)
买入

2020 年半年报点评

(首次评级)

2020 年 08 月 28 日

近一年该股与三板成指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	78.10/22.45
总市值/流通(百万元)	3,788/1089
上证综指/深圳成指	3,329/13,428
12 个月最高/最低(元)	66.00/15.76

相关研究报告:

《永顺生物-839729-精选层首发快评系列(九):猪瘟疫苗突破者与领导者,禽流感疫苗指定生产企业》——2020-07-08

证券分析师: 彭若恒

电话:
E-MAIL: pengruoheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520060002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

下游回暖核心疫苗强劲,业绩空间大

● 2020 年 H1 业绩高速增长实现反转,高增速符合预期

2020H1 营收 1.63 亿元,同比+5.38%,归母净利润 0.46 亿元, +46.35%,扣非后 0.40 亿元, +65.94%,业绩增速呈现大幅反转,符合预期。

● 主力猪瘟疫苗受益生猪存栏量回升,禽流感疫苗高基数下出现下滑

公司最主要核心产品猪瘟活疫苗实现收入 0.74 亿元,同比+29.69%,占比回升至 45.53%,主要系去年下半年开始全国“非洲猪瘟”疫情防控逐步取得成效,今年年初以来下游生产恢复快速推进,生猪存栏量月环比保持连续增长,带来销售较强劲反弹。猪蓝耳系列疫苗收入 0.10 亿元, -22.10%,同比仍然下滑,但相比去年全年跌势明显趋稳,预计主要系能繁母猪存栏量上半年大部分时期仍低于去年水平。禽流感灭活疫苗收入 0.56 亿元, -7.61%,出现下滑主要系去年在猪肉供应大幅下降背景下,禽肉替代效应明显养殖量大幅增加,禽流感疫苗作为强制免疫要求疫苗销售快速增长,带来较高基数。其他非核心疫苗产品收入 0.19 亿元, +3.02%,此外技术转让业务收入 0.04 亿元, -32.27%。

● 综合毛利率明显提升,同时费用率下降,现金流大幅改善

2020H1 公司销售毛利率达 72.19%,同比+7.45pct.,一方面系高毛利率的猪瘟疫苗在占比回升同时毛利率+2.00pct.,另一方面系禽流感疫苗毛利率大幅提升 12.77pct.,预计为较高毛利率的三价苗在农业农村部规范下销售占比显著上升。期间费用率为 41.44%,同比-1.61pct.,其中管理/研发/财务费用率分别下降 0.23/0.91/0.70pct.,销售费用率上升 0.23pct.。存货/应收周转天数同比+27/3 天,但期末存货并未增加,经营现金流比营收为 22.13%,同比+39.44pct.。

● 国内猪瘟活疫苗领导者,禽流感指定生产企业

公司在专注领域具有过硬研发实力与丰富合作资源,与兽药监察所合作研发的猪瘟活疫苗(传代细胞源)为突破性领先产品,猪瘟及猪蓝耳系列疫苗国内市占率分居一、二位,且为农业农村部指定的 11 家禽流感疫苗生产企业之一。

● 风险提示: 下游养殖业波动,国家强免政策变化,研发及技术引进遇阻

● 投资建议: 短期业绩确定弹性大,首次覆盖给予“买入”评级。

生猪存栏出栏量持续快速回升确定性高,核心产品有望量价齐升,预计 20-22 年 EPS1.36/1.81/2.08 元,对应 PE35/26/23 倍,首次覆盖给与“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	391	331	358	415	442
(+/-%)	2.0%	-15.1%	7.9%	15.9%	6.6%
净利润(百万元)	103	63	106	142	162
(+/-%)	14.3%	-38.6%	67.2%	33.5%	14.5%
摊薄每股收益(元)	1.34	0.81	1.36	1.81	2.08
EBIT Margin	35.8%	26.4%	34.0%	39.7%	42.5%
净资产收益率(ROE)	16.5%	10.4%	16.0%	19.2%	19.9%
市盈率(PE)	35.6	58.9	35.3	26.4	23.0
EV/EBITDA	24.4	35.5	27.6	21.0	18.4
市净率(PB)	5.89	6.11	5.62	5.08	4.58

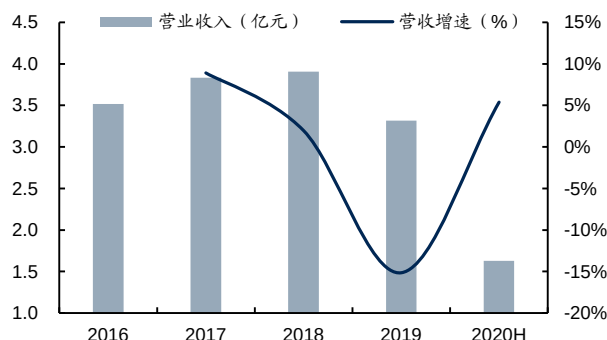
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

上半年营收恢复正增长，业绩大幅增长实现反转

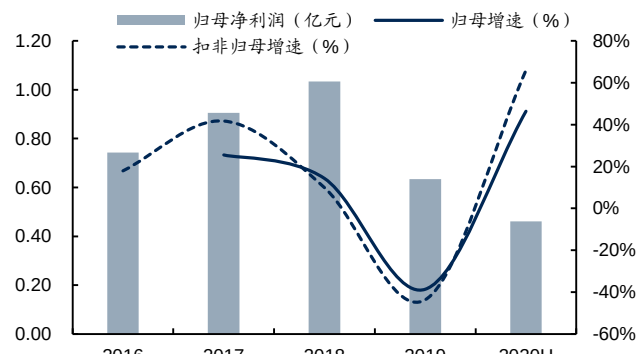
2020H1 公司实现营收 1.63 亿元，同比+5.38%恢复正增长，归母净利润 0.46 亿元，同比+46.35%，扣非后归母净利润 0.40 亿元，同比+65.94%，业绩高速增长较去年全年实现大幅反转，基本符合预期。

图 1：永顺生物营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：永顺生物归母净利润及增速

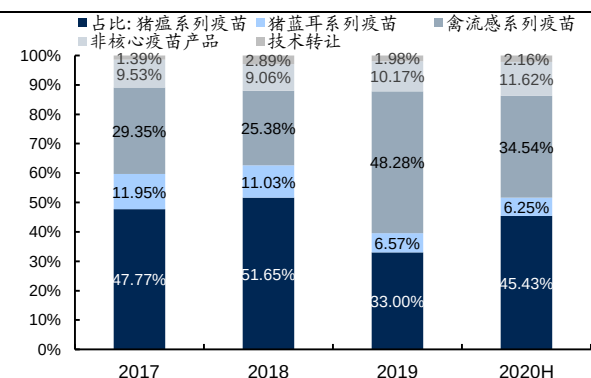


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主力核心产品猪瘟疫苗销售较强劲反弹为收入及业绩增长带动因素

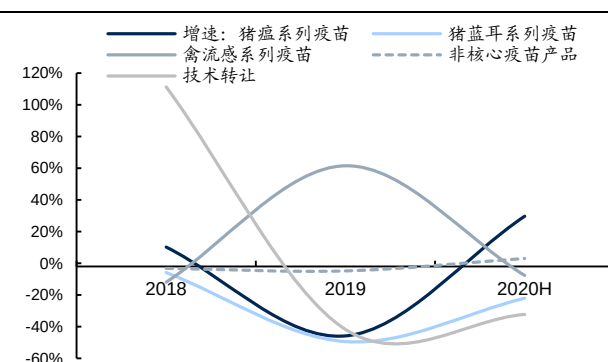
- 1) 公司最主要核心产品猪瘟活疫苗实现收入 0.74 亿元，同比+29.69%，占比回升至 45.53%，主要系去年下半年开始全国“非洲猪瘟”疫情防控逐步取得成效，今年年初以来下游生产恢复快速推进，生猪存栏量月环比保持连续增长，带来销售较强劲反弹；
- 2) 猪蓝耳系列疫苗收入 0.10 亿元，同比-22.10%，同比仍然下滑，但相比去年全年跌势明显趋稳，预计主要系能繁母猪存栏量上半年大部分时期仍低于去年水平；
- 3) 禽流感灭活疫苗收入 0.56 亿元，-7.61%，出现下滑主要系去年在猪肉供应大幅下降背景下，禽肉替代效应明显养殖量大幅增加，禽流感疫苗作为强制免疫要求疫苗销售快速增长，带来较高基数；
- 4) 其他非核心疫苗产品收入 0.19 亿元，+3.02%，主要包括猪伪狂犬疫苗等其他猪活疫苗和鸡传染性支气管炎活疫苗等其他禽类疫苗；
- 5) 技术转让业务收入 0.04 亿元，同比-32.27%，主要为特定猪瘟活疫苗、猪伪狂犬疫苗专利技术获取的提成式技术使用费。

图 3：永顺生物分产品服务主营收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：永顺生物分产品服务主营收入增速



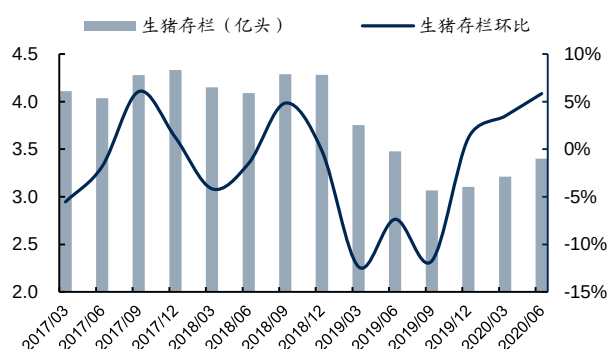
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

能繁母猪及生猪存栏数量自低位反弹，逐月稳步增加，下半年有望加速

“非洲猪瘟”自 2018 年 8 月在国内首次发现，在无有效的预防与治疗药物情况下对国内生猪养殖业造成强烈冲击，国内生猪存栏量从 4 亿头以上的常规水平减少到去年 9 月最低仅 3 亿头水平。

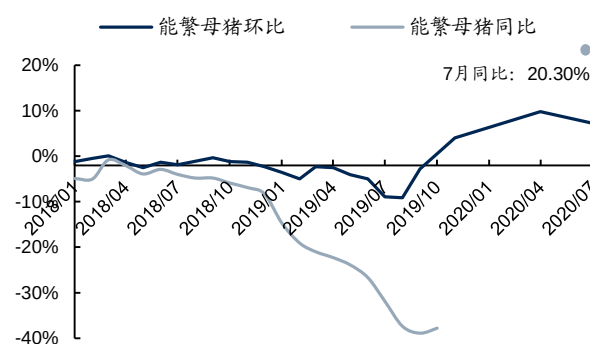
随防治措施逐渐起效疫情逐步得到控制，同时供应偏紧猪肉涨价也强化了养殖户补栏意愿，国内生猪存栏量去年四季度引来拐点。根据农业农村部数据，国内能繁母猪存栏数量自去年 10 月开始恢复环比正增长，已连续增长 10 个月，且在 6 月实现同比增长，生猪存栏量自 2 月以来恢复连续 6 个月环比增长，并于 7 月实现同比 13.1% 增长，是自 2018 年 4 月以来首次同比增长。当前生猪存栏量还较大幅度低于常规水平，下半年存栏量加速增长具有较强确定性，以一般 5-6 个月出栏周期来看年底出栏量可实现同比增长，补栏周期将持续到明年。

图 5：2017 年以来国内生猪季度存栏及环比情况



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 6：2018 年以来国内能繁母猪存栏月度环比及同比

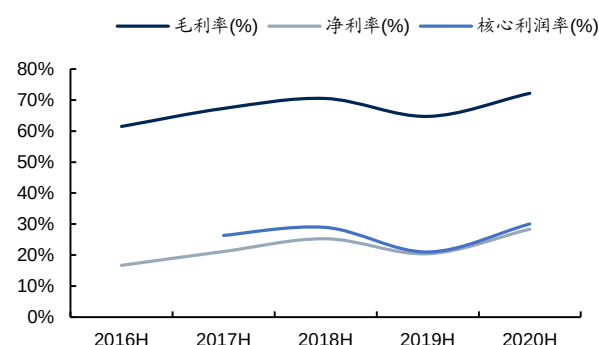


资料来源：中国政府网、国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理、
注：2019 年 11 月前及 2020 年 7 月环比数据为农业农村部月度数据，2020 年上半年仅有国家统计局季度环比数据，

产品结构变化及毛利率提升共促综合毛利率提升，期间费用率下降

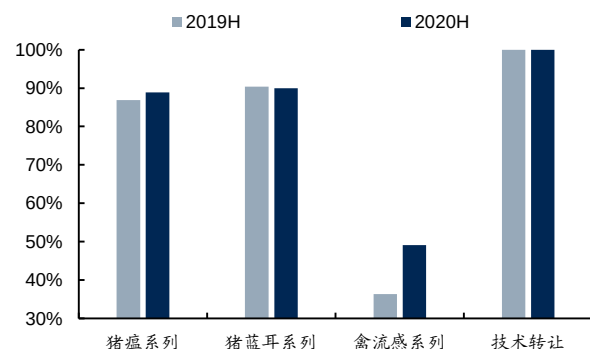
2020H1 公司盈利能力显著增强，其中销售毛利率达 72.19%，同比+7.45pct.，一方面系高毛利率的猪瘟疫苗在占比回升同时毛利率上升 2.00pct 至 88.86%，另一方面系禽流感疫苗毛利率大幅提升 12.77pct 至 49.07%，预计为较高毛利率的三价苗在农业农村部强制要求规范下销售占比显著上升。期间费用率为 41.44%，同比-1.61pct，其中管理/研发/财务费用率分别下降 0.23/0.91/0.70pct.，销售费用率上升 0.23pct.。综合来看公司净利率上升 7.94pct.至 28.35%，核心利润率上升 9.06pct.至 30.03%。

图 7：永顺生物毛利率、净利率及核心利润率变化



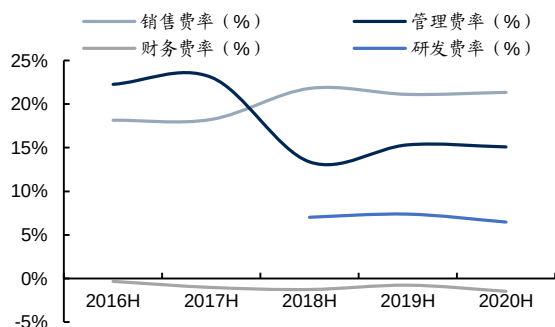
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
核心利润率：毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

图 8：永顺生物主要产品及服务毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：永顺生物四项期间费用率

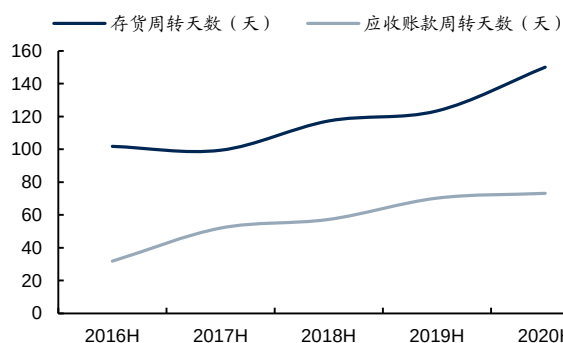


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运营能力基本保持稳健，经营现金流大幅改善

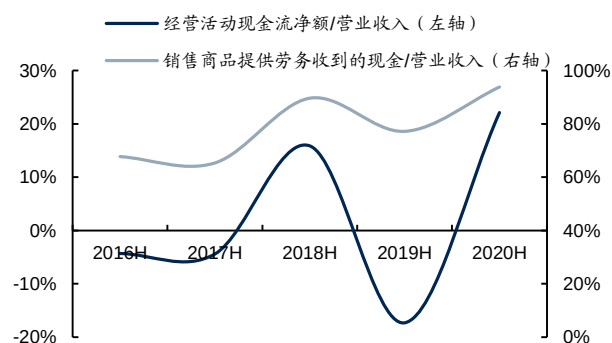
上半年存货周转天数同比+27 天至 150 天，从期末存货来看同比并未增加，而成本率较低的猪活疫苗销售占比增加导致营业成本下降，应收账款周转天数同比+3 天。经营现金流比营收较去年由负转正，同比大幅增加 39.44pct 至 22.13%，预计与回款较慢的政府采购类强免苗（主要为禽流感疫苗）占比下降，猪用活疫苗等市场苗销售占比上升有关。

图 10：永顺生物运营能力情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

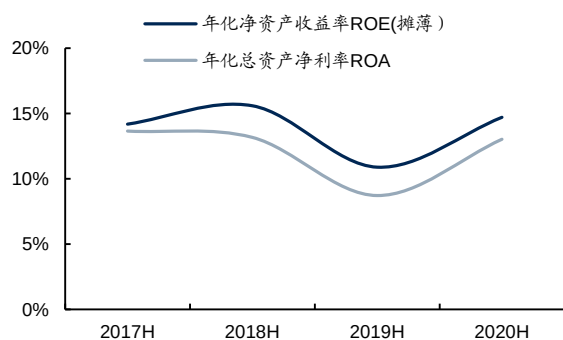
图 11：永顺生物经营现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

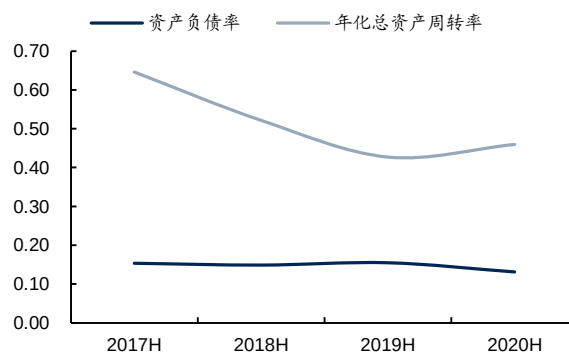
公司年化 ROE 及 ROA 分别为 14.71% 和 13.03%，同比分别提升 3.82、4.31pct.，自产负债率为 13.12%，同比下降 2.36pct.

图 12：永顺生物 ROE (摊薄) 及 ROA



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：年化指标数据为半年指标数据*2

图 13：永顺生物资产负债率及总资产周转率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：短期业绩弹性大确定性较强，首次覆盖给与“买入”评级。

公司在专注领域拥有过硬研发实力与丰富合作资源，与兽药监察所合作研发的猪瘟活疫苗（传代细胞源）为突破性领先产品，其猪瘟及猪蓝耳系列疫苗国内市占率分居一、二位，凭借良好资质及综合实力成为农业农村部指定的 11 家禽流感疫苗生产企业之一。当前来看，国内生猪存栏及出栏量预计持续快速回升，公司核心猪用活疫苗产品有望保持价量齐升态势，并带动盈利能力持续增强，短期业绩弹性较大确定性较强，预计 20-22 年 EPS1.36/1.81/2.08 元，对应 PE36/27/23 倍，首次覆盖给与“买入”评级。

表 1：可比上市公司估值对比

代码	简称	股价	EPS			PE			PB (2019)	PEG(20-21)	总市值 (亿元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E			
839729	永顺生物	47.88	0.81	1.36	1.81	59.1	35.2	26.5	3.1	0.5	37.39
同业上市公司：											
600201	生物股份	27.79	0.20	0.41	0.60	141.6	67.2	46.1	4.5	0.6	313
603566	普莱柯	25.92	0.34	0.54	0.72	76.3	48.0	36.0	3.7	0.8	83
300119	瑞普生物	22.21	0.48	0.65	0.80	46.2	34.1	27.7	2.8	1.0	90
	均值					88.0	49.8	36.6	3.7	0.8	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注：股价截止至 2020 年 8 月 27 日；可比公司盈利预测采用万得一致预期

风险提示：下游养殖业波动，国家强免政策变化，研发及技术引进遇阻

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	329	189	230	250	营业收入	391	331	358	415
应收款项	57	64	59	62	营业成本	105	121	109	106
存货净额	32	33	28	24	营业税金及附加	2	2	2	3
其他流动资产	152	204	233	290	销售费用	88	68	74	85
流动资产合计	569	489	549	627	管理费用	55	52	50	56
固定资产	159	186	196	203	财务费用	(5)	(3)	(2)	(2)
无形资产及其他	12	9	9	8	投资收益	(2)	3	0	0
投资性房地产	16	10	10	10	资产减值及公允价值变动	4	1	(1)	(2)
长期股权投资	6	0	0	0	其他收入	(31)	(21)	0	0
资产总计	762	695	764	849	营业利润	116	73	123	165
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	12	营业外净收支	6	1	2	2
应付款项	41	28	25	24	利润总额	121	74	125	167
其他流动负债	52	25	43	46	所得税费用	18	11	19	25
流动负债合计	93	52	69	82	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	103	63	106	142
其他长期负债	44	31	31	31					
长期负债合计	44	31	31	31					
负债合计	137	83	99	113					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	625	612	665	736					
负债和股东权益总计	762	695	764	849					

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	103	63	106	142
资产减值准备	0	(2)	0	0
折旧摊销	19	21	19	21
公允价值变动损失	(4)	(1)	1	2
财务费用	(5)	(3)	(2)	(2)
营运资本变动	(141)	(110)	(3)	(56)
其它	(0)	2	(0)	(0)
经营活动现金流	(23)	(26)	124	109
资本开支	0	(44)	(30)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	6	(38)	(30)	(30)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(38)	(77)	(53)	(71)
其它融资现金流	17	79	0	12
融资活动现金流	(60)	(75)	(53)	(59)
现金净变动	(78)	(139)	41	20
货币资金的期初余额	407	329	189	230
货币资金的期末余额	329	189	230	250
企业自由现金流	0	(58)	90	75
权益自由现金流	0	20	92	89

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.81	1.36	1.81	2.08
每股红利	0.98	0.68	0.91	1.04
每股净资产	7.84	8.52	9.42	10.46
ROIC	13%	16%	20%	20%
ROE	10%	16%	19%	20%
毛利率	63%	70%	74%	77%
EBIT Margin	26%	34%	40%	42%
EBITDA Margin	33%	39%	45%	48%
收入增长	-15%	8%	16%	7%
净利润增长率	-39%	67%	34%	15%
资产负债率	12%	13%	13%	12%
息率	2.0%	1.4%	1.9%	2.1%
P/E	58.9	35.3	26.4	23.0
P/B	6.1	5.6	5.1	4.6
EV/EBITDA	35.5	27.6	21.0	18.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032