

证券研究报告—动态报告

新三板

兽用药品制造

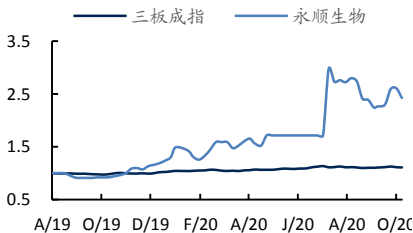
永顺生物(839729)
买入

2020 年三季报点评

(维持评级)

2020 年 11 月 01 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):猪疫苗突破者与领导者,禽流感疫苗指定生产企业》——2020-07-08

《永顺生物-839729-2020 年半年报点评:下游回暖核心疫苗强劲,业绩空间大》——2020-08-27

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
监管面扰动生产端,良好成长性不改
● 前三季度业绩维持双位数增长, Q3 短期下滑态势显著

2020Q1-3 实现营收 2.40 亿元,同比-7.60%,业绩 0.57 亿元,同比+10.02%,扣非后 0.47 亿元,同比+13.00%; Q3 单季度营收 0.77 亿元,同比-26.62%,业绩 0.10 亿元,同比-47.45%,扣非后 709 万元,同比-59.65%,低于预期。

● 猪用疫苗车间改造,叠加禽流感毒种更换,生产端单季扰动大

公司本季度猪瘟、猪蓝耳及高致病性禽流感疫苗等核心产品销售均出现下降:(1) 6 月 1 日新版《兽药 GMP》生效,对生产环节提出更严格要求,各企业的旧生产线均须,公司考虑到证书有效期仅剩 1 年,而下游生猪养殖业景气度呈持续复苏态势,决定尽早开展改造工作,其中猪用疫苗车间在季度内改造导致生产端受到较大影响,但从对客户销售来看呈现明显供不应求态势;(2) 公司根据哈兽研及农业农村部要求更换禽流感毒种并申请新苗上市,耗时在 2 个月左右,同时由于替代效应旧苗消化延长到 10 月,当前已基本落实。

● 下游生猪养殖业持续复苏,存栏及出栏向好,补栏预计持续至明年

三季度生猪存栏和能繁母猪分别恢复至 3.70、0.38 亿头,同比增长 20.75% 和 28.0%,但较 4 亿头和 0.45 亿头以上的常规水平还有一定差距,同时生猪出栏 1.11 亿头,同比转正增长 15.06%,但累计出栏尚未转正,同时猪肉价格仍在相对较高水平,预计一段时间内补栏意愿仍较强,补栏周期将持续至明年。

● 禽流感采购价调高提升季度毛利率,发行入层事宜致管理费上升

Q3 单季毛利率+6.67pct.,主要系季度销售占比相对较大的禽流感疫苗政府指导价采购价提升所致;期间费用率+14.23pct.,其中销售/管理/研发/财务费用率分别+3.61/+10.60/+3.63/-0.62pct.,管理费上升较多,主要系与精选层相关的中介费用支出增加,此外营运能力一定程度下降,经营现金流情况持续改善。

● 风险提示: 监管政策变化,下游景气度波动,市场推广遇阻
● 投资建议: 短期成长性不改,长期竞争力向好,维持“买入”评级

公司为兽用疫苗行业“小而美”领先企业,随短期扰动影响消退叠加持续产能扩张,有望保持良好收入及业绩增长,中长期监管要求趋严有利本行业和下游落后产能清退和集中度提升,竞争力和市场地位有望进一步提升预计 20-22 年 EPS0.94/1.58/1.91 元,对应 PE45/27/22 倍,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

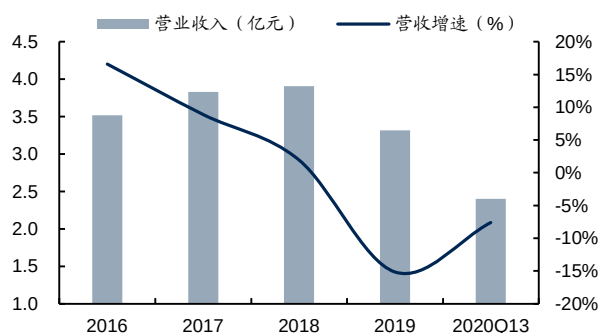
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	391	331	313	406	470
(+/-%)	2.0%	-15.1%	-5.5%	29.7%	15.6%
净利润(百万元)	103	63	74	124	149
(+/-%)	14.3%	-38.6%	16.1%	67.7%	20.9%
摊薄每股收益(元)	1.34	0.81	0.94	1.58	1.91
EBIT Margin	35.8%	26.4%	26.7%	34.6%	36.9%
净资产收益率(ROE)	16.5%	10.4%	11.4%	17.4%	19.0%
市盈率(PE)	31.5	52.1	44.8	26.7	22.1
EV/EBITDA	21.4	31.1	33.1	21.2	17.7
市净率(PB)	5.20	5.40	5.09	4.65	4.21

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

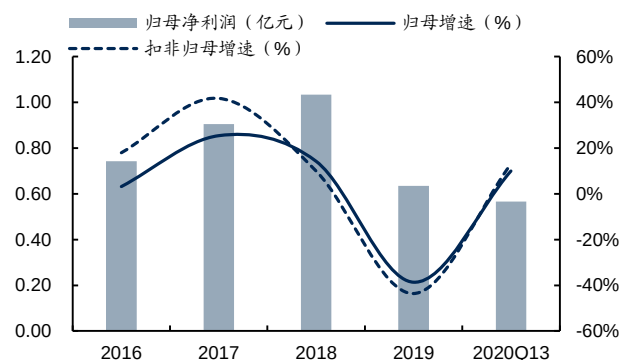
前三季度业绩维持双位数增长，Q3 短期下滑态势显著，应对监管变化为主因
2020Q1-3 实现营收 2.40 亿元，同比-7.60%，业绩 0.57 亿元，同比+10.02%，
扣非后 0.47 亿元，同比+13.00%，较去年呈现复苏态势。

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

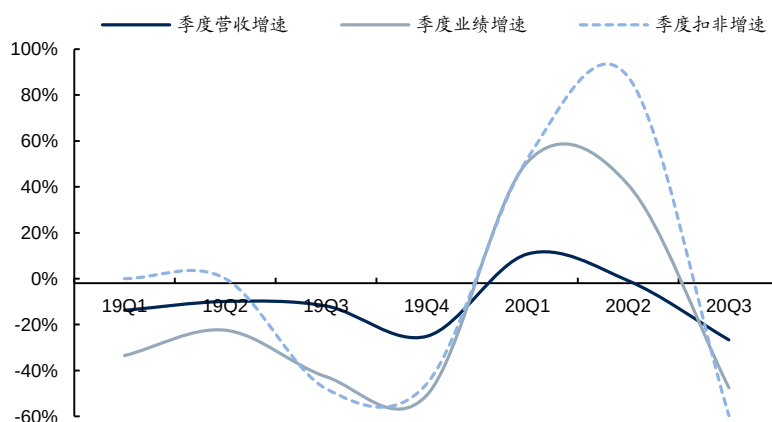
图 2：永顺生物业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从单季度来看，Q3 营收 0.77 亿元，同比-26.62%，业绩 0.10 亿元，同比-47.45%，扣非后 709 万元，同比-59.65%，增速环比 Q2 皆呈较大幅度下滑，主要系近期应对监管层面变化致使公司核心产品在产销两端受较大扰动，同时精选层发行挂牌事宜也带来一定额外中介费用负担。

图 3：永顺生物季度营收、业绩及扣非增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

猪用疫苗车间改造，叠加禽流感毒种更换，生产端单季扰动大

公司本季度猪瘟、猪蓝耳及高致病性禽流感疫苗等核心产品销售均出现下降，主要系车间改造、禽流感毒种更换所致，但预计相关负面影响大部分将在本季度反映，对后续经营和扩大市场份额则将产生积极作用。

一方面，公司根据新规尽早改造车间为当下时点较好的选择，但对本季度猪用疫苗生产造成较大影响，实际销售呈现供不应求态势。农业农村部制定的新版《兽药 GMP》于 6 月 1 日开始实施，提高了对兽药生产人员、设施、工艺和质量管理等方面的要求，为此各企业的旧生产线均须在 3 年过渡期内对各生产车间进行升级改造，不能达到要求的企业将被迫退出。考虑到公司 GMP 证书有效期仅剩余 1 年，而下游生猪养殖业景气度呈持续复苏态势，公司决定尽早开展改造工作，其中猪用疫苗车间在季度内改造导致生产端受到较大影响，从对客户销售来看呈现明显供不应求态势，基本仅能满足大客户需求。

另一方面，禽流感疫苗按要求更换种毒，新旧产品交替期销售受影响为正常现象，旧品库存当前基本已消化。高致病性禽流感疫苗作为国家强制免疫疫苗，知识产权归属农业科学院哈尔滨兽医研究所，经农业农村部批准后转让给定点企业生产，由于禽流感变异性强，须根据情况进行种毒更换。本季度公司根据哈兽研及农业农村部要求更换种毒并申请新苗上市，耗时在 2 个月左右，同时在下游市场对新苗存在预期，旧苗销售相对容易出现滞销，替代效应较为明显。

目前来看，改造工作虽还在进行，但主要工作已基本完成，对后续生产将不会产生太大影响，有利于下游景气度持续向上和长期行业集中度提升趋势下扩大市场份额，而旧禽流感疫苗存货销售也基本得到落实，减值风险基本消解。

表 1: 公司兽药 GMP 及生产证书

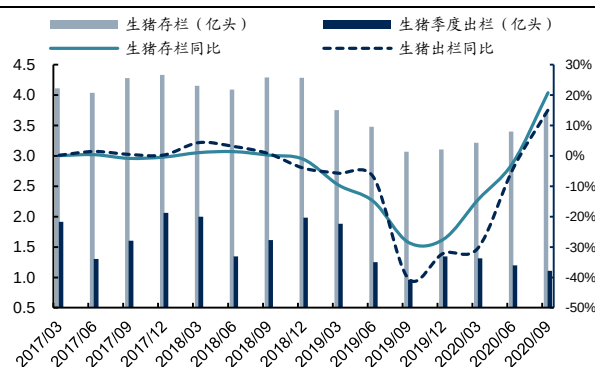
许可证	验收范围	颁发机构	有效期
兽药 GMP 证	胚毒活疫苗生产线、细胞毒活疫苗生产线（2 条）、禽流感灭活疫苗生产线（2 条）、胚毒灭活疫苗生产线（2 条）、细胞毒活疫苗生产线（含水产用）、细菌活疫苗生产线（含水产用）、细胞毒灭活疫苗生产线（含水产用）、细菌灭活疫苗生产线（含水产用）（2 条）	广东省农业农村厅	2016.06.29-2021.06.28
兽药生产证	胚毒活疫苗生产线、细胞毒活疫苗生产线（2 条）、禽流感灭活疫苗生产线（2 条）、胚毒灭活疫苗生产线（2 条）、细胞毒活疫苗生产线（含水产用）、细菌活疫苗生产线（含水产用）、细胞毒灭活疫苗生产线（含水产用）、细菌灭活疫苗生产线（含水产用）（2 条）	广东省农业农村厅	2016.06.29-2021.06.28

资料来源：公开发行说明书、国信证券经济研究所整理

下游生猪养殖业持续复苏，三季度存栏及出栏同比增长明显，补栏预计持续

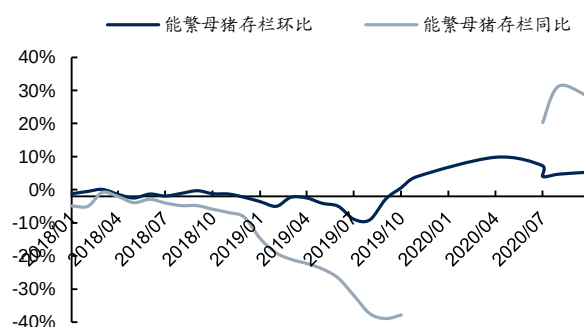
今年以来，“非洲猪瘟”和环保去产能对生猪养殖业的冲击影响持续减弱，行业景气度呈现持续强劲的复苏态势。从三季度情况来看，生猪存栏和能繁母猪分别恢复至 3.70、0.38 亿头，同比去年增长 20.75%和 28.0%，但较 4 亿头和 0.45 亿头以上的常规水平还有一定差距，同时生猪出栏 1.11 亿头，同比转正增长 15.06%，但前三季度累计出栏尚未转正，同比下降 11.69%，同时猪肉价格仍在相对较高水平，预计养殖户将在一段时间内保持较强补栏意愿，补栏周期将持续至明年。

图 4: 2017 年以来国内生猪存栏及季度出栏情况



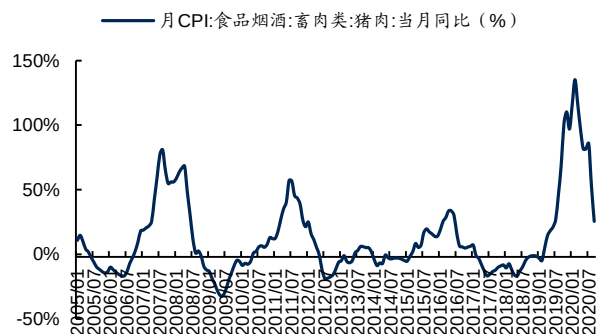
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 5: 2018 年以来国内能繁母猪存栏月度环比及同比情况



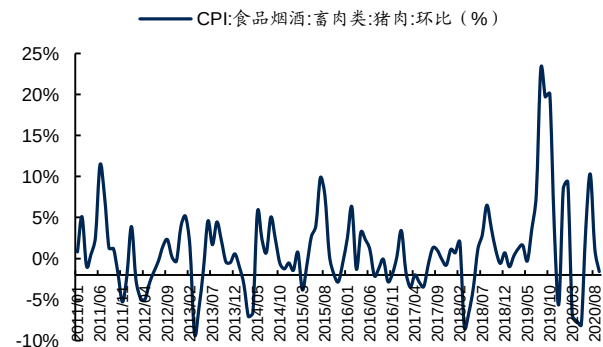
资料来源：中国政府网、国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理、注：2019 年 11 月前及 2020 年 7、8 月环比数据为农业农村部月度数据，2020 年上半年环比数据为国家统计局数据

图 6：猪肉价格指数当月同比



资料来源：中国政府网、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 7：猪肉价格指数当月环比

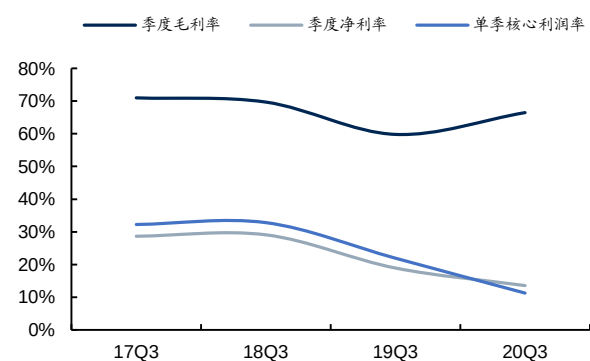


资料来源：中国政府网、国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

禽流感采购价提升抬高季度毛利率，精选层事宜致管理费率上升

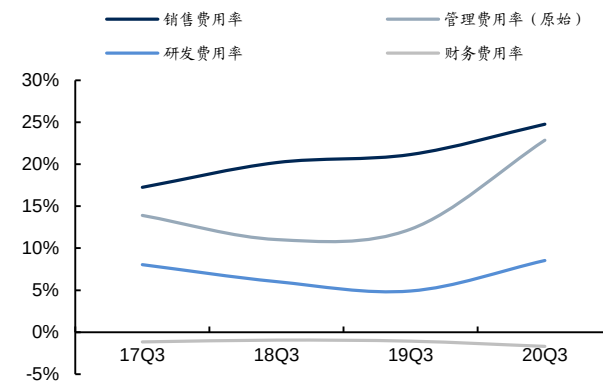
Q3 公司毛利率为 66.48%，同比+6.67pct.，主要系季度销售占比相对较大的禽流感疫苗政府指导采购价提升所致，一般而言较新毒种产品售价更高；季度期间费用率为 41.44%，同比+14.23pct.，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+3.61/+10.60/+3.63/-0.62pct.，管理费率上升较多，主要系与精选层相关的中介费用支出增加，其余费用率增加主要系收入减少，财务费率下降主要系公开发行带来较多资金存款。综合而言公司净利率下降 5.37pct.至 13.55%，核心利润率下降 4.73pct.至 17.20%。

图 8：永顺季度毛利率、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 9：永顺四项季度期间费用率情况

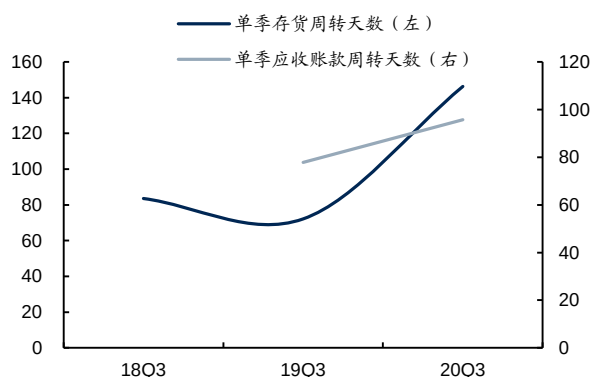


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力一定程度下降，经营现金流情况持续改善

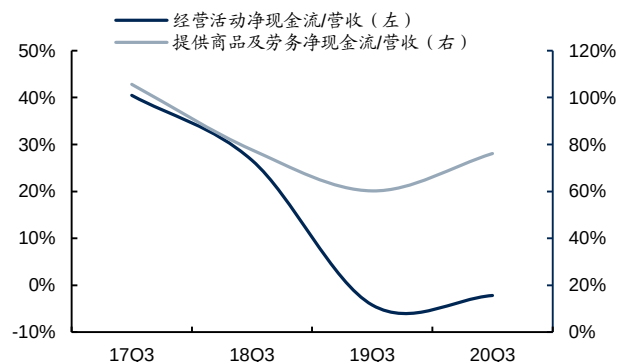
在本季度产销节奏较有所打乱的情况下，Q3 存货周转天数 146 天，同比+74 天，但较 Q2 同比+96 天已有所改善，应收账款周转天数 96 天，同比+18 天。经营净现金流/营收为-2.18%，同比+2.04pct 至，保持了改善趋势提供商品和劳务净现金流/营收为 76.15%，同比+15.92%，改善较大。

图 10: 永顺生物季度运营能力情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

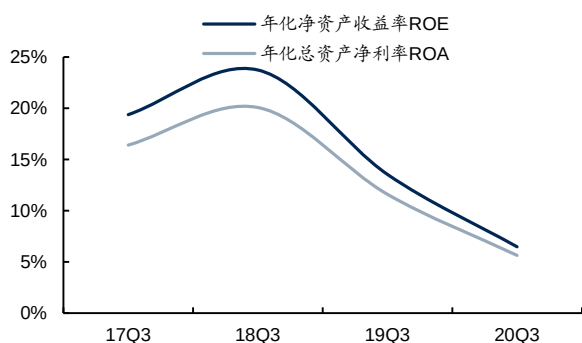
图 11: 永顺生物季度经营现金流情况



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 6.47% 和 5.63%，同比分别 -7.07、5.96pct.，资产负债率为 12.86%，同比下降 2.36pct.。

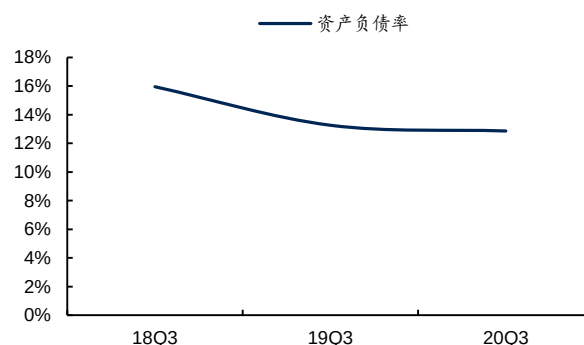
图 12: 永顺生物 ROE (摊薄) 及 ROA



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注: (1) 年化指标数据为季度指标数据*4

图 13: 永顺生物资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 短期成长性不改, 长期竞争力向好, 维持“买入”评级。

公司为兽用疫苗行业“小而美”领先企业, 在猪用疫苗尤其是猪瘟疫苗方面具有领先的技术及市场优势, 且为 10 家禽流感疫苗指定生产企业之一。当前下游生猪养殖行业仍处于持续快速复苏过程中, 禽流感疫苗盈利性也有所增强, 随生产线改造等短期扰动影响消退, 叠加持续的产能扩张, 公司有望保持良好的收入及业绩增长, 中长期来看, 兽药、养殖在生产、环保等方面的监管要求提升有利于本行业和下游落后产能清退和集中度提升, 合作大客户市场优势将持续增强, 公司竞争力和市场地位有望进一步提升, 预计 20-22 年 EPS0.94/1.58/1.91 元, 对应 PE45/27/22 倍, 维持“买入”评级。

表 2: 可比上市公司估值对比

代码	简称	股价	EPS				PE				PB 2019	PEG 20-22	总市值 (亿元)
			2019	20E	21E	22E	2019	20E	21E	22E			
839729	永顺生物	42.30	0.81	1.36	1.81	1.91	59.1	45.0	26.8	22.1	3.1	1.07	33
同业上市公司:													
600201	生物股份	23.66	0.20	0.39	0.60	0.86	141.6	61.1	39.3	27.4	4.5	1.24	266
603566	普莱柯	25.22	0.34	0.63	0.83	1.05	76.3	40.1	30.6	23.9	3.7	1.36	81
300119	瑞普生物	22.28	0.48	0.78	0.97	1.12	46.2	28.7	23.0	19.9	2.8	1.42	90
	均值						88.0	49.8	43.3	31.0	3.7	1.34	

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 10 月 30 日; 可比公司盈利预测采用万得一致预期

风险提示: 监管政策变化, 下游景气度波动, 市场推广遇阻

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	189	249	250	300	营业收入	331	313	406	470
应收款项	64	51	61	71	营业成本	121	100	118	131
存货净额	33	25	27	27	营业税金及附加	2	2	3	3
其他流动资产	204	204	284	329	销售费用	68	69	87	99
流动资产合计	489	529	623	727	管理费用	52	58	57	64
固定资产	186	196	206	213	财务费用	(3)	(2)	(2)	(1)
无形资产及其他	9	9	8	8	投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	1	(1)	1	(0)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(21)	0	0	0
资产总计	695	744	848	958	营业利润	73	85	143	174
短期借款及交易性金融负债	0	0	30	57	营业外净收支	1	2	2	2
应付款项	28	23	27	30	利润总额	74	87	145	176
其他流动负债	25	42	49	55	所得税费用	11	13	22	26
流动负债合计	52	65	106	142	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	63	74	124	149
其他长期负债	31	31	31	31					
长期负债合计	31	31	31	31					
负债合计	83	96	137	173					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	612	649	711	785					
负债和股东权益总计	695	744	848	958					

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	63	74	124	149
资产减值准备	(2)	0	0	0
折旧摊销	21	19	21	23
公允价值变动损失	(1)	1	(1)	0
财务费用	(3)	(2)	(2)	(1)
营运资本变动	(110)	33	(82)	(45)
其它	2	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	(26)	127	63	128
资本开支	(44)	(30)	(30)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(38)	(30)	(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	(77)	(37)	(62)	(75)
其它融资现金流	79	0	30	27
融资活动现金流	(75)	(37)	(32)	(48)
现金净变动	(139)	60	1	50
货币资金的期初余额	329	189	249	250
货币资金的期末余额	189	249	250	300
企业自由现金流	(58)	93	30	96
权益自由现金流	20	95	61	123

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.81	0.94	1.58	1.91
每股红利	0.98	0.47	0.79	0.96
每股净资产	7.84	8.31	9.10	10.05
ROIC	13%	11%	18%	19%
ROE	10%	11%	17%	19%
毛利率	63%	68%	71%	72%
EBIT Margin	26%	27%	35%	37%
EBITDA Margin	33%	33%	40%	42%
收入增长	-15%	-6%	30%	16%
净利润增长率	-39%	16%	68%	21%
资产负债率	12%	13%	16%	18%
息率	2.3%	1.1%	1.9%	2.3%
P/E	52.1	44.8	26.7	22.1
P/B	5.40	5.09	4.65	4.21
EV/EBITDA	31.1	33.1	21.2	17.7

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