

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 年报&2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 19 日

近一年该股与创业板指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	78.10/22.45
总市值/流通(百万元)	3,358/965
上证综指/深圳成指	3,427/13,721
12 个月最高/最低(元)	66.00/31.12

相关研究报告:

《永顺生物-839729-2020 年三季报点评: 监管面扰动生产端, 良好成长性不改》——2020-10-31

《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

《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

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

猪用苗回暖态势良好, 产能有序升级

- **2020 全年营收企稳, 业绩较快反弹, 超高送转; 21 年 Q1 延续增势**
 2020 年营收 3.33 亿元, 同比+0.33%, 从上年下滑中企稳; 业绩 0.80 亿, +26.43%, 呈现较快反弹, 扣非后同比+33.01%; 10 送 25 派 10。21 年 Q1 营收 1.05 亿, +15.01%, 业绩 0.32 亿, +22.88%, 扣非后+37.27%, 延续增势。
- **猪用活疫苗产品回暖带动整体向好, 禽用灭活苗高基数下有所下滑**
 从主要产品来看, 1) 猪用活疫苗去年收入 1.90 亿元, 同比+26.10%, 呈良好反弹回暖态势, 一方面系对下游生猪养殖业从“非洲猪瘟”的冲击中持续复苏, 存栏量等逐步向疫情前常态恢复, 另一方面, 疫情也导致养猪业集中度加速提升, 而公司近年加大了对下游终端大客户的直接覆盖力度, 如龙头牧原股份, 公司对其销售额同比提升 144%, 首次成为第一大客户; 2) 禽用灭活疫苗去年收入 1.25 亿元, -22.01%, 一方面主要系 2019 年“非瘟”疫情下禽肉作为替代品需求大幅提升带动相关疫苗销售增长, 导致基数较高, 此外去年 Q3 应农业农村部要求更换主要产品禽流感疫苗毒种, 旧苗销售受影响, 新苗存在生产周期。
- **盈利能力随核心产品占比回升显著增强, 运营保持稳健**
 2020 年/21Q1 毛利率分别为 65.8/70.0%, 同比+2.4/+1.4pct., 主要系毛利率较高核心猪用活疫苗产品占比不断回升, 同时产销量恢复使单位制造费用等回落; 费用端, 销售费率分别下降 1.8/2.6pct., 主要系收入回升较快, 财务费率降 1.0/1.7pct., 主要系募资完成等致存款增加, 管理费费率 2.3/0.3pct., 预计为业绩回暖管理人员薪资回升较快所致, 研发费率上升 0.3/0.5pct.; 备货增加至存货周转天数升 28/8 天, 应收周转同比+8/-4 天, 但经营净现金/营收升 20.5/10.8pct.。
- **生猪数据持续向好, 产能改造升级有序完成, 有利把握复苏机遇**
 根据统计局, 21 年 Q1 生猪/能繁母猪存栏分别同增 29.5/27.7%, 环比增加连续 5 个季度以上, 同时预计公司上半年完成全部产能升级改造, 有利于把握复苏。
- **风险提示: “非洲猪瘟”抬头、国家强免疫政策变化、大客户拓展不及预期**
- **投资建议: 猪瘟疫苗细分龙头, 内外驱动弹性强, 维持“买入”**
 兽用疫苗优质企业, 核心猪瘟疫苗优势突出市占率居首, 内外共振业绩弹性突出, 预计 21-23 年 EPS1.4/1.9/2.4 元, 对应 PE30/23/18 倍, 维持“买入”。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	331	333	417	535	654
(+/-%)	-15.1%	0.3%	25.5%	28.1%	22.3%
净利润(百万元)	63	80	111	149	186
(+/-%)	-38.6%	26.4%	38.3%	34.3%	25.1%
摊薄每股收益(元)	0.83	1.03	1.42	1.91	2.39
EBIT Margin	19.4%	21.1%	27.1%	29.2%	30.2%
净资产收益率(ROE)	10.4%	11.6%	14.5%	17.3%	19.0%
市盈率(PE)	52.1	41.9	30.3	22.5	18.0
EV/EBITDA	40.1	37.5	23.6	18.0	14.8
市净率(PB)	5.49	4.85	4.39	3.90	3.42

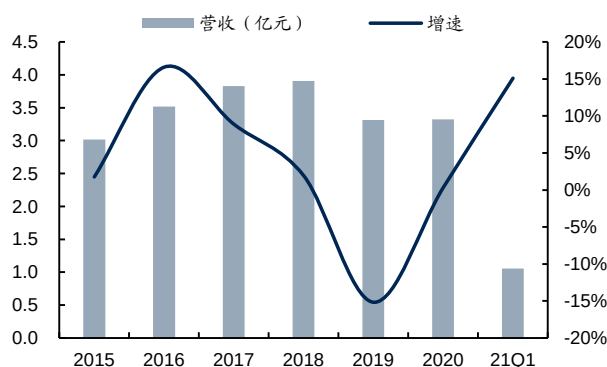
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 全年营收企稳，业绩较快反弹，超高比例送转，21 年 Q1 延续增势

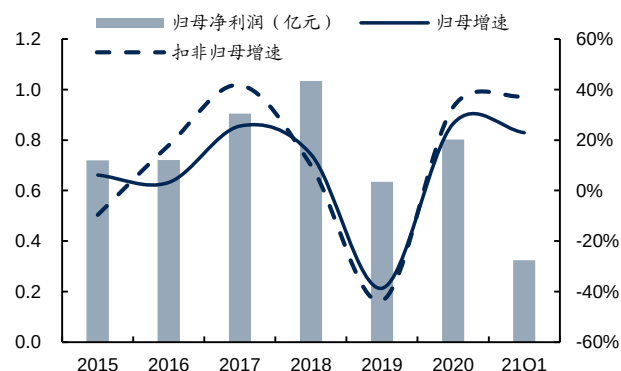
2020 年营收 3.33 亿元，同比+0.33%，从上年下滑中企稳；业绩 0.80 亿，+26.43%，呈现较快反弹，扣非后 0.67 亿元，+33.01%；10 送 25 派 10。21 年 Q1 营收 1.05 亿，同比+15.01%，业绩 0.32 亿，同比+22.88%，扣非后 0.31 亿元，同比+37.27%，延续良好增势，扣非增速较高主要系前期政府补助相对较多。

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

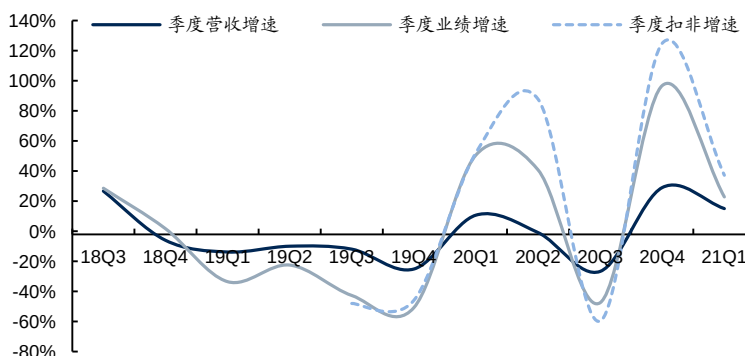
分季度具体分析，公司自 2018 年 Q4 开始受“非洲猪瘟”带来的行业冲击影响，收入业绩连续 5 个季度同比大幅下滑，去年 Q1 开始随疫情好转业绩回暖。

但 Q2 再次转弱，Q3 出现较大下滑，一方面 6 月 1 日新版《兽药 GMP》生效，对生产环节提出更严格要求，各企业的旧产线车间均须改造升级，公司考虑到证书有效期仅剩余 1 年，同时预期行业回暖势头良好，决定开展产能升级，导致 Q3 核心猪用疫苗生产受到较大影响，另一方面，公司禽用灭活疫苗中绝大部分为禽流感疫苗，为国家一类强制免疫疫苗，去年农业农村部在 Q3 提前要求所有 11 家指定生产企业更换毒种，导致旧苗销售受较大影响，而新苗又存在生产周期。

进入 2020 年 Q4 后，公司核心产能完成改造升级，在主要下游生猪养殖业景气度快速复苏背景下，营收业绩再次快速增长，同比分别达到 29.08% 和 96.90%，扣非增速接近 125%，旺季对全年拉动作用也相对较明显。

至 2021 年 Q1，公司经营情况进一步转好，特别是猪疫苗等猪用疫苗核心产品有望恢复至“非瘟”前水平，预计在相对低基数下营收业绩延续良好增势。

图 3：永顺生物季度经营业绩增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

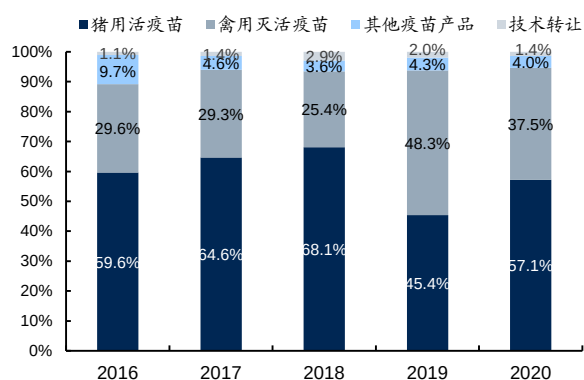
猪用活疫苗产品回暖带动整体向好，禽用灭活苗高基数下有所下滑

1) 猪用活疫苗为核心品类，主要为猪瘟疫苗，还包括猪蓝耳、猪伪狂犬疫苗。去年整体收入 1.90 亿元，同比+26.10%，呈良好反弹回暖态势，一方面系下游生猪养殖业从“非洲猪瘟”的冲击中持续复苏，存栏量等逐步向疫情前常态恢复，另一方面，疫情也导致养猪业集中度加速提升，而公司近年加大了对下游终端大客户的直接覆盖力度，如养猪龙头牧原股份，公司对其销售额同比提升 144%至 3313 万元，首次成为第一大客户。主营占比也恢复至 57.1%，但离 2018 年高点时的 68%以上（对应营收 2.66 亿元）还有一定距离。

2) 禽用灭活疫苗主要为禽流感疫苗，由政府进行招标采购的强制免疫苗，去年收入 1.25 亿元，同比-22.01%，一方面主要系 2019 年“非瘟”疫情下禽肉作为替代品需求大幅提升带动相关疫苗销售增长，导致基数较高（18/19 年营收分别为 0.99/1.60 亿元），Q3 更换禽流感疫苗毒种也带来较大影响。

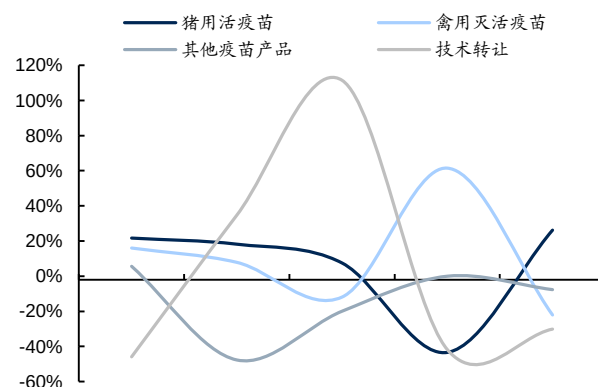
3) 其他主营业务包括其他疫苗产品和技术转让。其他疫苗产品收入较少，一些潜力品种在未来产能改建完成同时核心产品复苏后有望加强推广力度；技术转让主要为猪瘟疫苗、伪狂犬疫苗新药知识产权授权，分为销售提成类和一次性收取类，存在不确定性，但基本与下游行业景气度情况相关。

图 4：永顺生物主营业务分产品收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：永顺生物主营业务分产品收入增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

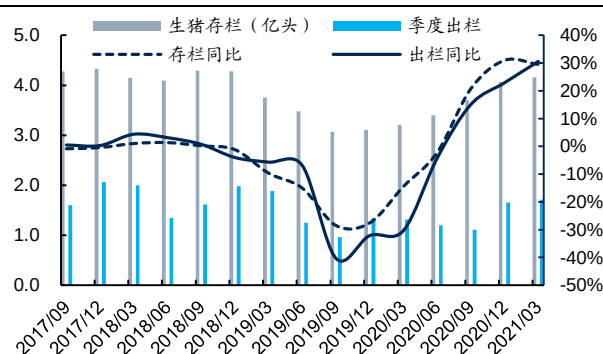
生猪数据逐季向好，存栏量已基本恢复至疫情前水平，出栏预计继续回升

从公司主要下游生猪养殖业来看，根据统计局最新发布数据，2021 年 Q1 全国生猪存栏 4.16 亿头，比去年同期增长 29.5%，连续 6 个季度环比增长，基本恢复 2018 年“非洲猪瘟”爆发前水平，能繁母猪存栏 4318 万头，比去年同期增长 27.7%，连续 5 个季度环比增长。

此外，Q1 生猪出栏量 1.71 亿头，同比增长 30.57%，连续 3 个季度环比增长，较“非瘟”前 2 亿头以上水平还有一些差距，年内预计持续快速回升。

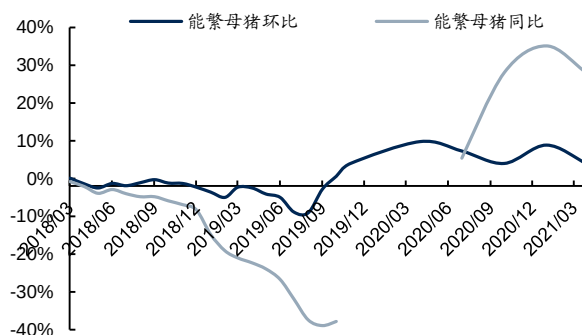
综上所述，下游景气度回暖复苏态势良好，同时预计公司上半年完成全部产能升级改造，届时不仅符合新的兽药 GMP 标准，同时产能也将恢复充裕，有利于把握下游复苏基于，持续扩大订单销售份额。

图 6：2017 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 7：2018 年以来国内能繁母猪存栏环比及同比情况

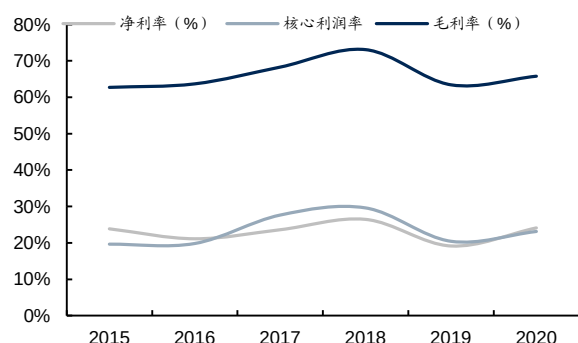


资料来源：中国政府网、国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理、
注：2019 年 11 月前数据为农业农村部月度数据，后为统计局季度数据

盈利能力由毛利率提升带动，随核心产品占比回升显著增强

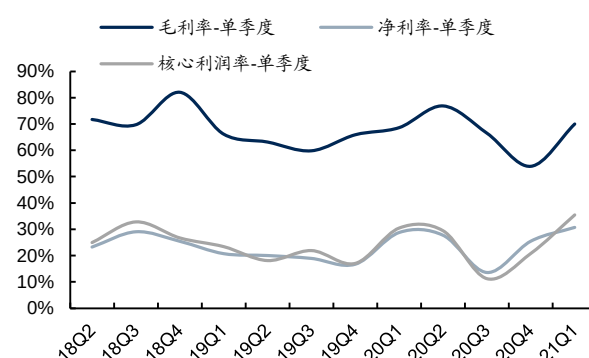
2020 年/21Q1 整体毛利率分别为 65.8/70.0%，同比+2.4/+1.4pct.，主要系毛利率较高核心猪用活疫苗产品占比不断回升，去年 Q4 季度毛利率较低，估计与毛利率较低的政府采购类产品年底集中结算有关。

图 8：永顺生物年毛利率、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：永顺生物季度毛利率、净利率及核心利润率变化

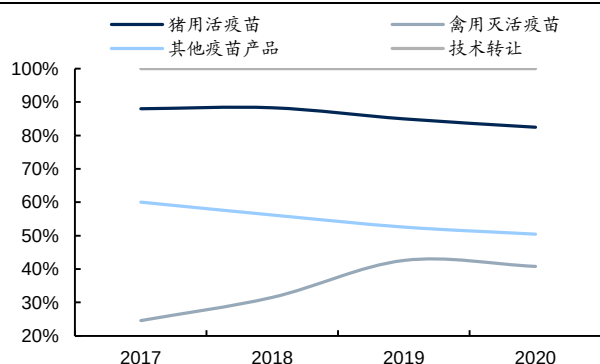


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2018 年 4 月以前公司尚未并表长虹三杰，锂电产品为外购

分品类具体来看，猪用活疫苗整体上由于技术和市场份额优势明显，同时大多为市场化销售，毛利率在 80% 以上，在“非瘟”爆发前一度接近 90%，显著高出其他疫苗品种。另一方面，在疫情期间猪用疫苗产量大幅下降，设备折旧等刚性成本分摊增加，导致单位直接成本快速上升，而随产销的恢复成本有望持续回落。

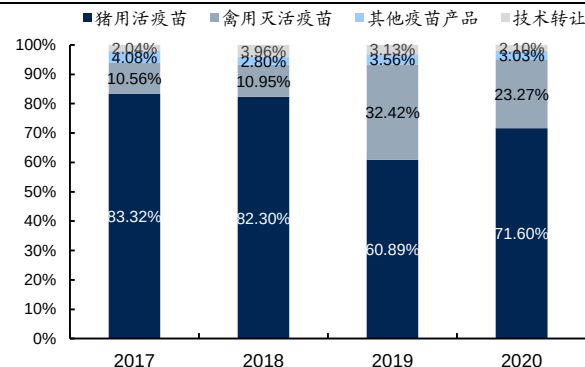
相比之下，禽用灭活疫苗产品主要为禽流感疫苗，由政府招标采购，指定生产企业的技术皆为哈兽研统一转让，因此毛利率水平较低，一般在 30%-40% 左右，且受制农业农村部的毒种要求等，存在不确定性，预计接下来占比将持续下降。另外，技术转让虽然毛利率高达 100%，但非公司主要发展模式收入不确定性强且规模有限，影响较小。

图 10: 永顺生物主营业务分产品毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

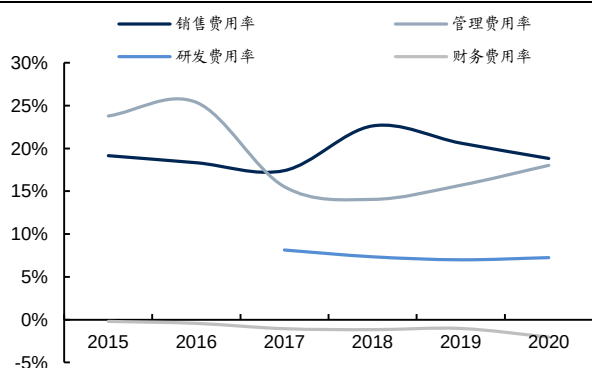
图 11: 永顺生物主营业务分产品毛利润占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

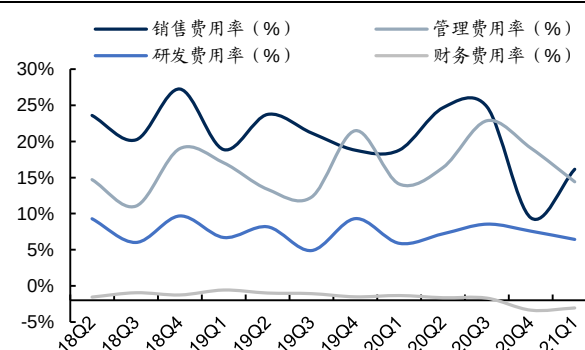
费用端, 2020 年/21Q1 整体期间费用为 42.04/33.92%, 同比分别下降 0.25 和 3.50pct.。具体来看, 销售费用率分别下降 1.8/2.6pct, 主要系收入回升较快, 而销售活动及员工薪资在前期降至较低水平; 财务费率分别下降 1.0/1.7pct, 主要系募资完成等, 同时前期现金净回笼相对增加, 致利息收入增加; 管理费用率分别增加 2.3/0.3pct, 预计为业绩回暖管理人员薪资回升较快所致; 研发费用率上升 0.3/0.5pct, 主要系公司保持稳定的研发投入;

图 12: 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
注: 2016 年前管理费用包含研发费用

图 13: 永顺生物四项期间费用率—单季度

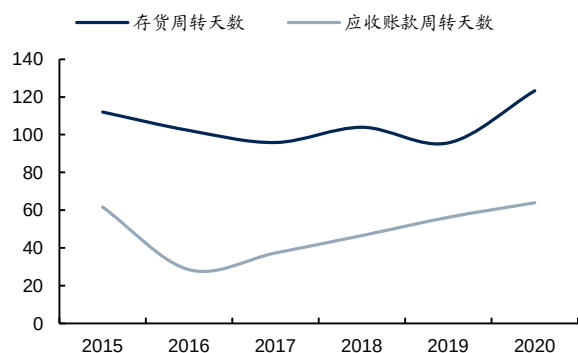


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 2016 年前管理费用包含研发费用

运营能力有所增强, 经营现金流保持稳健

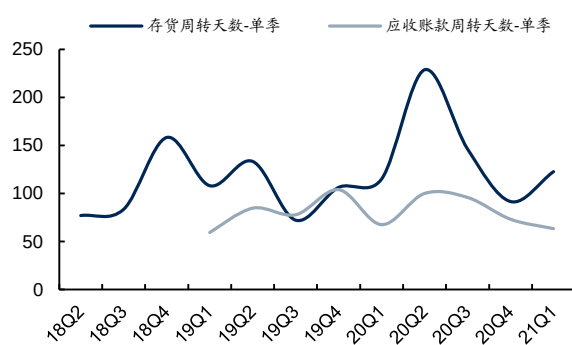
存货方面, 2020 年/21Q1 期间随下游景气度恢复及经营好准, 公司备货增加较快, 导致存货周转天数同比上升 28/8 天至 123/123 天, 应收周转天数则同比分别上升 8/下降 4 天至 64/63 天, 同时经营净现金流/营收分别提高 20.5/10.8pct. 至 27.5/10.2%, 随经营情况好转持续向好。

图 14: 永顺生物运营能力情况



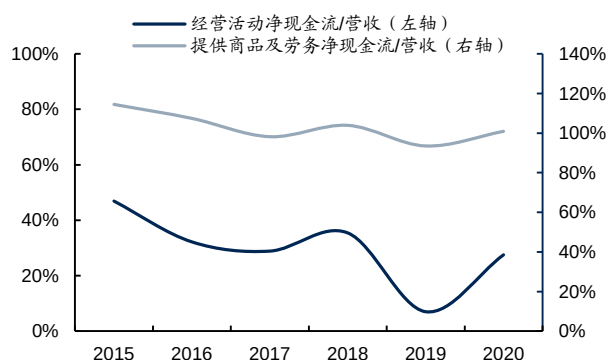
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 永顺生物运营能力情况—季度年化



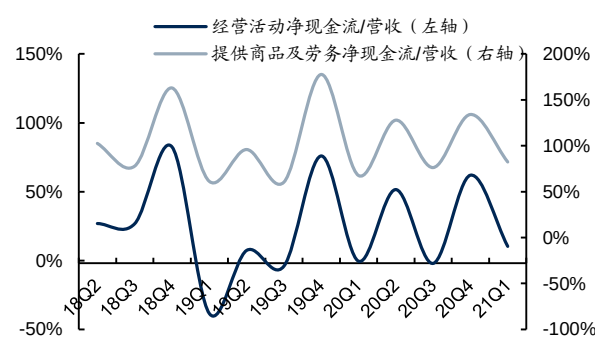
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：年化指标数据为半年指标数据*2

图 16: 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

图 17: 永顺生物经营现金流情况—单季度

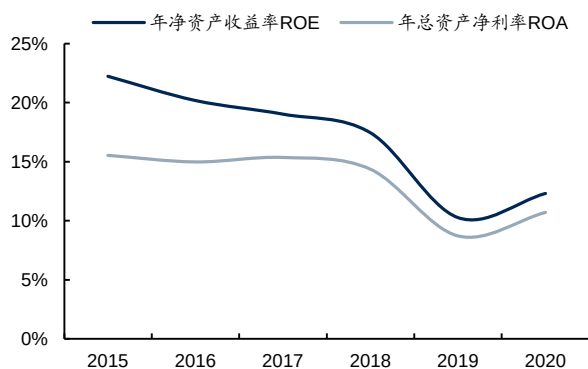


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

净资产收益率水平回升，资产负债率保持较低水平

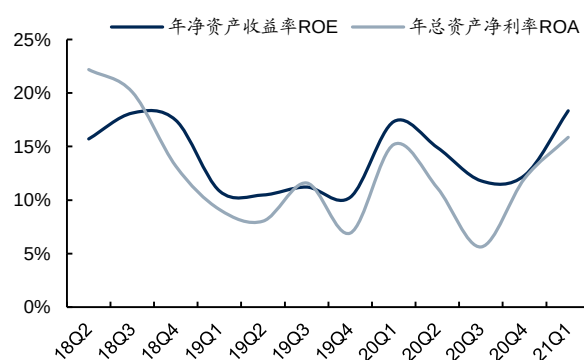
公司 2020 年/21 年 Q1, 年化 ROE 为 12.30/18.33%, 同比上升 1.00/0.67pct., 主要由净利率回升带动, 公司业务模式相对轻资产, 负债率维持在 15%左右的较低水平。

图 18: 永顺生物 ROE 及 ROA

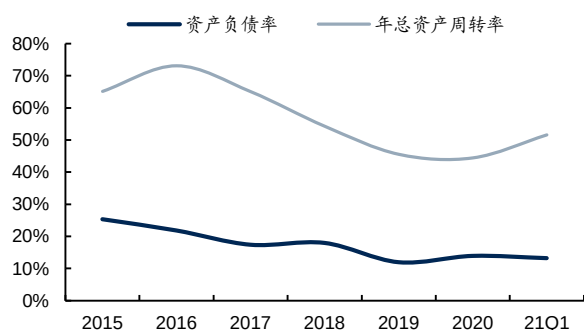


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

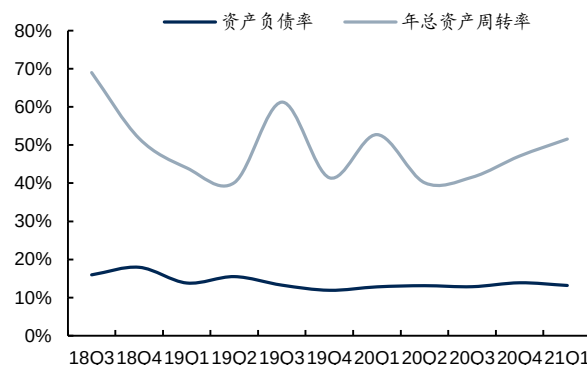
图 19: 永顺生物 ROE 及 ROA—单季度年化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：季度年化值为当季值*4

图 20: 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

图 21: 永顺生物资产负债率及总资产周转率—单季度年化


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 猪瘟疫苗细分龙头, 内外驱动弹性强, 维持“买入”评级

公司为兽用疫苗优质企业, 重研发实力不俗, 与中国兽药监察所合作研发的猪瘟疫苗(传代细胞)为业内突破性领先产品, 市占率连年居首, 猪蓝耳等其他猪用疫苗系列也具备特色优势。此外公司生产工艺质控标准严格, 为农业农村部指定的 11 家禽流感疫苗生产企业之一。

短期来看, 随下游生猪养殖高景气叠加下半年产能升级改造完成, 公司业绩弹性突出, 而丰富产品储备和市场营销推广能力建设也为长期成长性带来支撑。另外公司财务方面已达到转板上市标准, 超高比例送转有望改善流动性, 满足成交量要求, 有利于 7 月底挂牌满一年之际首批提交转板上市申请, 预计 21-23 年 EPS1.4/1.9/2.4 元(不计送转影响), 对应 PE30/23/18 倍, 维持“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	PEG	总市值 (亿元)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E			
839729.OC	永顺生物	43.00	1.03	1.42	1.91	41.9	30.3	22.5	4.4	1.15	34
同业上市公司											
688526.SH	科前生物	39.20	0.96	1.43	1.96	40.7	27.4	20.0	5.6	0.95	182
600201.SH	生物股份	20.26	0.38	0.57	0.87	53.2	35.3	23.3	4.5	1.04	228
603566.SH	普莱柯	20.59	0.67	0.84	1.08	30.6	24.5	19.1	4.6	0.99	66
均值						41.5	29.1	20.8	4.9	1.0	

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 2021 年 4 月 16 日收盘; 可比公司科前生物采用国信最近盈利预测, 其他公司盈利预测采用万得一致预期; 生物股份尚未公布 2020 年年报, 采用万得一致预测值; 科前生物、普莱柯采用 2020 年业绩快报值。

风险提示: “非洲猪瘟”抬头、国家强免政策变化、大客户拓展不及预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E	
现金及现金等价物	396	450	508	618	营业收入	333	417	535	654
应收款项	78	103	132	161	营业成本	114	121	141	167
存货净额	45	35	37	44	营业税金及附加	2	3	3	4
其他流动资产	51	63	80	98	销售费用	63	88	118	147
流动资产合计	570	658	767	933	管理费用	84	93	116	139
固定资产	212	212	190	168	财务费用	(7)	(4)	(4)	(6)
无形资产及其他	7	6	6	5	投资收益	6	6	7	8
投资性房地产	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	2	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	1	10	10	10
资产总计	804	892	978	1121	营业利润	86	132	176	220
短期借款及交易性金融负债	0	29	0	0	营业外净收支	3	(1)	(1)	(1)
应付款项	46	37	45	55	利润总额	89	131	175	219
其他流动负债	44	40	51	63	所得税费用	9	20	26	33
流动负债合计	90	106	96	118	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	80	111	149	186
其他长期负债	21	21	21	21					
长期负债合计	21	21	21	21	现金流量表 (百万元)				
负债合计	112	127	117	139	2020	2021E	2022E	2023E	
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	80	111	149	186
股东权益	692	764	861	982	资产减值准备	0	0	(0)	(0)
负债和股东权益总计	804	892	978	1121	折旧摊销	22	35	37	38
关键财务与估值指标					公允价值变动损失	(2)	1	1	1
2020	2021E	2022E	2023E		财务费用	(7)	(4)	(4)	(6)
每股收益	1.03	1.42	1.91	2.39	营运资本变动	150	(39)	(31)	(33)
每股红利	0.39	0.50	0.67	0.84	其它	(0)	(0)	0	0
每股净资产	8.86	9.79	11.03	12.58	经营活动现金流	250	108	156	193
ROIC	10%	13%	16%	19%	资本开支	(49)	(36)	(16)	(16)
ROE	12%	15%	17%	19%	其它投资现金流	0	(8)	(2)	(2)
毛利率	66%	71%	74%	75%	投资活动现金流	(49)	(44)	(17)	(18)
EBIT Margin	21%	27%	29%	30%	权益性融资	35	0	0	0
EBITDA Margin	28%	35%	36%	36%	负债净变化	0	0	0	0
收入增长	0%	25%	28%	22%	支付股利、利息	(31)	(39)	(52)	(65)
净利润增长率	26%	38%	34%	25%	其它融资现金流	31	29	(29)	0
资产负债率	14%	14%	12%	12%	融资活动现金流	5	(10)	(81)	(65)
息率	0.9%	1.2%	1.6%	1.9%	现金净变动	206	54	58	110
P/E	41.9	30.3	22.5	18.0	货币资金的期初余额	189	396	450	508
P/B	4.85	4.39	3.90	3.42	货币资金的期末余额	396	450	508	618
EV/EBITDA	37.5	23.6	18.0	14.8	企业自由现金流	187	57	123	158
					权益自由现金流	218	88	98	163

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