

## 业绩高速增长, 多板块未来可期

### 投资要点

- **业绩总结:** 2020年公司实现营业收入9.6亿元, 同比增长13.4%, 归母净利润为1.1亿元, 同比增长40.2%; 2021Q1公司营业收入2.7亿元, 同比增长35.5%, 归母净利润为0.3亿元, 同比增长33%。
- **公司业绩快速增长, 主要原因在于:** 1) 国内畜禽养殖集中度持续提升, 饲料工业化规模增速, 饲料原材料价格上升, 公司综合提升饲料转化率的定制复合酶产品收入快速增加; 2) 在“禁抗”及非洲猪瘟的双重影响下, 动物保健品业务稳定增长, 生物制品、兽用化药业务迅速发展。
- **公司在饲用酶制剂领域市场占有率靠前, 未来市场需求提升, 公司发挥龙头优势, 业绩有望迎来增长。** 饲用酶制剂是公司酶制剂板块的核心业务, 2020年公司实现营业收入中酶制剂占比为32%, 饲用酶制剂主要产品为复合酶, 包含有植酸酶、淀粉酶、木聚糖酶等。现玉米价格持续处于高位, 截至2021年4月, 我国玉米现货平均价达2900元/吨左右, 远高于往年平均水平, 而玉米作为饲料原材料中的主要组成部分其价格上涨或将影响饲料配比, 依照以往玉米价格上涨所带来的小麦作为饲料用量占比的提升, 合理预测未来小麦在饲料中的占比将有所增长, 相对应的消化酶以及木聚糖酶需求量或有提升, 相应公司的业绩也将迎来增长。且公司注重研发, 与美国ADM、德国赢创皆存在良好的科研合作关系, 争取做到技术领先于同行, 产品领先于市场。
- **公司的微生态制剂有助于提高动物消化效率, 维护肠道健康、增强免疫力, 具有替抗效果, 长期来看将为业绩增长提供支撑。** 为保证食品安全, 提倡绿色养殖, 2020年7月起我国饲料生产企业开始全面禁抗, 养殖场为保障养殖效率与畜禽健康而选用替抗产品, 公司的微生态制剂将调整肠道菌群平衡、生物拮抗、调节免疫功能、抵御病原菌侵袭并促进消化吸收, 不再依赖药物原理进而从本质上实现替抗, 2020年微生态制剂实现营收2.1亿, 同比增长13%, 从长期来看发展前景广阔。并且公司积极发展, 现已具备了针对禁抗提供系统解决方案的能力, 陆续与核心客户建立战略合作形成定制化、差异化、跨界的解决方案, 建立动物微生态替抗应用数据库, 为产品的迭代升级做准备。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为0.78元、0.94元、1.14元, 对应动态PE分别为33/28/23倍。参考同行业2021年平均PE为24倍, 考虑公司行业龙头地位, 多板块共同发展, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 非洲猪瘟疫情反弹; 下游对酶制剂需求不及预期等。

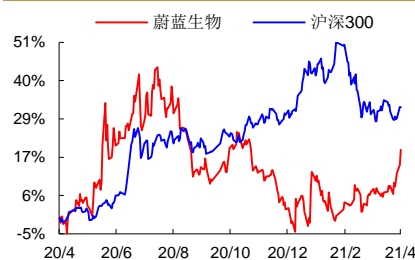
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	960.25	1119.32	1263.12	1463.95
增长率	13.40%	16.57%	12.85%	15.90%
归属母公司净利润(百万元)	108.98	140.61	168.95	205.95
增长率	40.16%	29.03%	20.16%	21.90%
每股收益EPS(元)	0.61	0.78	0.94	1.14
净资产收益率ROE	10.97%	12.54%	13.36%	14.29%
PE	43	33.1	27.5	22.6
PB	4.50	4.01	3.58	3.16

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿  
执业证号: S1250518120001  
电话: 021-68415832  
邮箱: xuq@swsc.com.cn  
联系人: 刘佳宜  
电话: 021-68415832  
邮箱: liujy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.80
流通A股(亿股)	0.74
52周内股价区间(元)	20.71-31.0
总市值(亿元)	46.51
总资产(亿元)	14.93
每股净资产(元)	6.87

### 相关研究

1. 蔚蓝生物(603739): 酶制剂需求提升, 多产品助力“禁抗” (2021-03-25)

## 盈利预测

假设 1: 根据现有生猪及能繁母猪存栏量, 以及禽类养殖维持高景气的现状, 预计 2021-2023 年公司动物保健板块销量增幅为 10%/8%/8%, 对应毛利率分别为 54%/54%/54%。

假设 2: 酶制剂板块在下游养殖行业需求稳定提升的基础上, 叠加玉米价格上行所带来的饲料配方改变的可能性, 并考虑公司在除饲用酶制剂以外的其他酶制剂领域不断探索发展, 预计 2021-2023 年销量增幅分别为 30%/25%/25%, 对应毛利率分别为 56%/56%/56%。

假设 3: 禁抗政策推动市场对微生态制剂地需求, 预计 2021-2023 年销量增幅分别为 15%/15%/15%, 对应毛利率分别为 56%/56%/56%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
动物保健	收入	321.91	354.1	382.4	413.0
	增速	12.6%	10.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	54.2%	54.0%	54.0%	54.0%
酶制剂	收入	309.72	402.6	503.3	629.1
	增速	17.7%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	57.9%	56.0%	56.0%	56.0%
微生态	收入	214.4	246.6	283.6	326.1
	增速	12.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	55.9%	56.0%	56.0%	56.0%
其他主营	收入	90.2	92.0	93.8	95.7
	增速	-1.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	33.5%	30.0%	30.0%	30.0%
其他	收入	24.0	24.0	24.0	24.0
	增速	47.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	80.3%	71.0%	71.0%	71.0%
合计	收入	960.2	1119.3	1263.1	1463.9
	增速	13.4%	16.6%	12.8%	15.9%
	毛利率	48.7%	54.2%	53.5%	53.7%

数据来源: Wind, 西南证券

## 相对估值

我们选取动物保健行业中的三家主流公司, 其中科前生物 2020 年上市。三家公司 2020 年平均 PE 为 31 倍, 2021 年平均 PE 为 23 倍, 考虑到公司行业龙头地位, 多板块共同发展, 维持“持有”评级。

**表 2: 可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20E	21E	22E	23E	20E	21E	22E	23E
300381	溢多利	9.18	-	0.49	0.66	-	31.95	17.83	13.32	-
688526	科前生物	39.88	0.96	1.33	1.68	1.99	43.20	27.72	21.97	-
600195	瑞普生物	27.48	0.98	1.22	1.50	2.04	19.18	22.57	18.33	13.45
平均值							31.44	22.71	17.87	13.45
603739	蔚蓝生物	25.83	0.61	0.78	0.94	1.14	43	33.1	27.5	22.6

数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	960.25	1119.32	1263.12	1463.95	净利润	122.30	157.81	189.62	231.13
营业成本	492.33	512.93	587.81	677.28	折旧与摊销	43.09	20.92	20.92	20.92
营业税金及附加	8.67	11.21	11.75	13.83	财务费用	4.54	1.57	0.82	0.69
销售费用	163.28	212.67	227.36	256.19	资产减值损失	-3.33	5.00	5.00	8.00
管理费用	94.65	201.48	221.05	248.87	经营营运资本变动	12.62	-47.47	-32.77	-41.34
财务费用	4.54	1.57	0.82	0.69	其他	-6.23	-10.85	-10.07	-12.96
资产减值损失	-3.33	5.00	5.00	8.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>173.00</b>	<b>126.98</b>	<b>173.52</b>	<b>206.44</b>
投资收益	5.62	6.00	5.00	5.00	资本支出	-112.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.45	0.00	0.00	0.00	其他	16.75	6.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-95.73</b>	<b>6.00</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>142.06</b>	<b>180.46</b>	<b>214.32</b>	<b>264.08</b>	短期借款	30.93	-30.69	-37.14	0.00
其他非经营损益	-1.91	0.22	-0.63	-0.78	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>140.15</b>	<b>180.67</b>	<b>213.70</b>	<b>263.31</b>	股权融资	-1.02	0.00	0.00	0.00
所得税	17.84	22.87	24.08	32.17	支付股利	0.00	-21.80	-28.12	-33.79
净利润	122.30	157.81	189.62	231.13	其他	-30.05	5.38	-0.82	-0.69
少数股东损益	13.33	17.20	20.66	25.19	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-0.14</b>	<b>-47.10</b>	<b>-66.09</b>	<b>-34.48</b>
归属母公司股东净利润	108.98	140.61	168.95	205.95	<b>现金流量净额</b>	<b>75.90</b>	<b>85.88</b>	<b>112.43</b>	<b>176.96</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	249.92	335.80	448.23	625.19	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	257.31	290.70	332.95	383.58	销售收入增长率	13.40%	16.57%	12.85%	15.90%
存货	124.73	129.79	148.84	171.47	营业利润增长率	45.27%	27.03%	18.77%	23.22%
其他流动资产	110.27	109.36	110.89	113.03	净利润增长率	36.82%	29.03%	20.16%	21.90%
长期股权投资	2.80	2.80	2.80	2.80	EBITDA 增长率	38.63%	6.99%	16.32%	21.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	501.01	483.98	466.96	449.93	毛利率	48.73%	54.17%	53.46%	53.74%
无形资产和开发支出	132.14	128.27	124.40	120.53	三费率	27.33%	37.14%	35.57%	34.55%
其他非流动资产	73.29	73.26	73.24	73.22	净利率	12.74%	14.10%	15.01%	15.79%
<b>资产总计</b>	<b>1451.47</b>	<b>1553.97</b>	<b>1708.30</b>	<b>1939.74</b>	ROE	10.97%	12.54%	13.36%	14.29%
短期借款	67.83	37.14	0.00	0.00	ROA	8.43%	10.16%	11.10%	11.92%
应付和预收款项	140.31	140.78	162.82	187.42	ROIC	13.36%	14.65%	16.61%	19.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.75%	18.13%	18.69%	19.52%
其他负债	128.08	117.84	125.78	135.27	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>336.22</b>	<b>295.76</b>	<b>288.60</b>	<b>322.69</b>	总资产周转率	0.70	0.74	0.77	0.80
股本	154.67	180.06	180.06	180.06	固定资产周转率	3.10	3.03	3.58	4.36
资本公积	308.36	282.96	282.96	282.96	应收账款周转率	5.41	5.57	5.50	5.53
留存收益	578.05	696.86	837.69	1009.85	存货周转率	4.26	4.03	4.22	4.23
归属母公司股东权益	1034.12	1159.89	1300.72	1472.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.13%	—	—	—
少数股东权益	81.12	98.32	118.99	144.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1115.25</b>	<b>1258.21</b>	<b>1419.71</b>	<b>1617.05</b>	资产负债率	23.16%	19.03%	16.89%	16.64%
负债和股东权益合计	1451.47	1553.97	1708.30	1939.74	带息债务/总负债	20.17%	12.56%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.72	3.73	4.62	4.99
					速动比率	2.26	3.17	3.96	4.33
					股利支付率	0.00%	15.50%	16.64%	16.41%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	189.69	202.96	236.07	285.70	每股收益	0.61	0.78	0.94	1.14
PE	42.68	33.08	27.53	22.58	每股净资产	5.74	6.44	7.22	8.18
PB	4.50	4.01	3.58	3.16	每股经营现金	0.96	0.71	0.96	1.15
PS	4.84	4.16	3.68	3.18	每股股利	0.00	0.12	0.16	0.19
EV/EBITDA	19.20	20.60	17.08	13.49					
股息率	0.00%	0.47%	0.60%	0.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn