

龙头业绩快速增长, 把握趋势未来可期

投资要点

- **业绩总结:** 公司2020年实现营业收入15.8亿元, 同比增长40.4%, 归母净利润4.1亿元, 同比增长83.8%, 2021年Q1实现营业收入5.2亿元, 同比增长41.9%, 归母净利润为2.2亿, 同比增长40.4%。公司业绩实现快速增长主要原因在于下游生猪养殖存栏量有所恢复, 公司多产品收入以及市场份额有所提升。
- **公司核心产品市场占有率领先, 把握下游养殖集中度提升趋势, 发挥产品优势拓展市场份额。** 2020年生物制药业务实现营业收入15.2亿元, 占比达96%, 毛利率为63%。其中核心产品为猪用口蹄疫疫苗, 市场份额连续多年位居国内动物疫苗行业第一, 且疫苗生产行业壁垒高、公司拥有先进的研发技术与条件, 共同保障了其地位, 公司根据客户在非洲猪瘟常态化下的防疫痛点, 率先提出“组合免疫”和“无针注射”的防非免疫方案, 通过推广“口蹄疫+伪狂犬+猪瘟”等组合免疫策略为客户创造价值。生猪养殖行业集中度不断提高, 十家上市猪企生猪出栏量占总体比例由2019年的8.3%增至2020年的10.4%, 因此对动保公司产品质量和产品丰富程度提出更高需求。动保行业业绩支撑以及高景气度的核心逻辑发生改变, 我们认为在未来1-2年的时间维度内, 动物保健相关业绩的驱动因素将不仅在于生猪存栏量的恢复以及类似口蹄疫疫苗等大产品的市场占有率转, 非洲猪瘟的防控以及“禁抗”工作的顺利推进将促使多品种疫苗以及高效养殖服务成为核心竞争优势, 2020年公司猪用产品方面非口蹄疫疫苗销量增速远高于口蹄疫疫苗, 公司丰富产品矩阵包含布病疫苗、猪圆环疫苗、猪伪狂活疫苗等, 未来有望把握行业发展趋势, 多产品协同增长, 扩大市场占有率。
- **2019、2020年肉鸡祖代引种量位于高位, 产能增长将于2021年有所体现, 未来市场苗逐步取代政采苗, 禽用疫苗营收有望增长。** 截至2020年11月, 全国白羽鸡祖代存栏量为155.1万套, 全年平均存栏水平高出2019年平均水平的20%。2019年祖代引种数量122万套, 高于历史水平且2020年仍维持近90万套的水平, 参考白羽鸡自祖代引种至商品代毛鸡出栏历时约需1年2个月, 2021年肉鸡将迎来增量。2020年公司禽流感疫苗产量10.8亿毫升, 同比增长70.2%, 在国家计划2025年全面实现市场苗替代政采苗的计划下, 2021-2025年将在全国逐步开放“先打后补”试点, 公司相关产品不仅在国内市场反应良好, 出口至埃及等国的销量也保持稳定增长, 市场规模扩大的背景下有望实现业绩提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为0.54元、0.71元、0.89元, 对应动态PE分别为41/31/25倍, 参考行业其他公司2021年平均PE为26倍, 考虑到下游需求增长及公司产品优势, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 非洲猪瘟疫情反弹、市场销售情况不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1581.91	2140.98	2771.68	3321.58
增长率	40.39%	35.34%	29.46%	19.84%
归属母公司净利润(百万元)	406.20	603.55	802.23	1001.23
增长率	83.76%	48.59%	32.92%	24.81%
每股收益EPS(元)	0.36	0.54	0.71	0.89
净资产收益率ROE	8.03%	10.80%	12.79%	14.06%
PE	60	40.6	30.5	24.5
PB	4.92	4.45	3.96	3.49

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)	11.26
流通A股(亿股)	11.20
52周内股价区间(元)	19.03-30.8
总市值(亿元)	245.07
总资产(亿元)	64.76
每股净资产(元)	4.62

相关研究

1. 生物股份(600201): 稳定市场领先地位, 迎接行业景气回升 (2021-01-18)

盈利预测

假设 1：根据现有生猪及能繁母猪存栏量，假设 2021-2023 年整体生猪存栏量增长率为 10%/5%/5%；结合中国畜牧业协会提供的数据，预计 2021-2023 年家禽存栏量增幅为 6%/4%/4%。

假设 2：生物制品板块，目前生猪养殖回暖，且规模化养殖顺利发展，结合公司市场苗市占率领先以及产品服务一体化的优势，维持现有猪用及禽用疫苗业务结构，预计 2021-2023 年板块整体销量增速为 36%/30%/20%，维持现有售价，相应的毛利率分别为 74%/74%/75%。

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
生物制品	收入	1517.45	2063.7	2682.9	3219.4
	增速	40.9%	36.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	74.6%	74.0%	74.0%	75.0%
其他	收入	64.37	77.2	88.8	102.2
	增速	29.7%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	45.6%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	1581.9	2141.0	2771.7	3321.6
	增速	40.4%	35.3%	29.5%	19.8%
	毛利率	61.6%	72.1%	72.3%	73.3%

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，2020 年三家公司平均 PE 为 35 倍，2021 年平均 PE 为 26 倍。考虑到下游需求增长及公司产品优势，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）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600195	中牧股份	12.13	0.41	0.56	0.67	0.77	30.94	21.20	17.52	15.32
603566	普莱柯	20.68	-	0.84	1.08	-	30.76	24.58	19.20	-
688526	科前生物	41.20	0.96	1.34	1.69	2.05	43.20	30.78	24.34	20.14
平均值							34.97	25.52	20.35	17.73
600201	生物股份	21.76	0.36	0.54	0.71	0.89	60	40.6	30.5	24.5

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	1581.91	2140.98	2771.68	3321.58	净利润	422.39	627.61	834.21	1041.14
营业成本	607.50	598.37	768.61	886.58	折旧与摊销	174.12	87.88	87.88	87.88
营业税金及附加	23.24	30.64	41.96	48.87	财务费用	-19.57	0.71	0.96	1.10
销售费用	274.95	374.67	485.04	581.28	资产减值损失	-14.16	20.00	15.00	15.00
管理费用	125.19	421.77	540.48	631.10	经营营运资本变动	44.33	-397.76	-265.77	-127.20
财务费用	-19.57	0.71	0.96	1.10	其他	92.51	-39.72	-39.64	-37.18
资产减值损失	-14.16	20.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	699.61	298.72	632.64	980.75
投资收益	24.01	23.00	23.00	23.00	资本支出	-133.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	8.48	0.00	0.00	0.00	其他	-252.23	23.00	23.00	23.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-385.70	23.00	23.00	23.00
营业利润	477.75	717.82	942.63	1180.65	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.54	-0.53	-0.73	-0.93	长期借款	-15.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	476.21	717.29	941.91	1179.72	股权融资	5.66	0.00	0.00	0.00
所得税	53.82	89.68	107.70	138.57	支付股利	0.00	-81.24	-120.71	-160.45
净利润	422.39	627.61	834.21	1041.14	其他	30.37	-0.51	-0.96	-1.10
少数股东损益	16.19	24.06	31.98	39.92	筹资活动现金流净额	20.95	-81.75	-121.67	-161.55
归属母公司股东净利润	406.20	603.55	802.23	1001.23	现金流量净额	334.56	239.96	533.97	842.20
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	1516.03	1756.00	2289.97	3132.17	成长能力				
应收和预付款项	670.20	1029.51	1359.44	1544.03	销售收入增长率	40.39%	35.34%	29.46%	19.84%
存货	350.66	342.11	442.02	509.30	营业利润增长率	88.38%	50.25%	31.32%	25.25%
其他流动资产	650.13	653.89	658.13	661.84	净利润增长率	86.16%	48.59%	32.92%	24.81%
长期股权投资	266.72	266.72	266.72	266.72	EBITDA 增长率	84.17%	27.53%	27.91%	23.09%
投资性房地产	111.00	111.00	111.00	111.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1719.83	1643.38	1566.93	1490.48	毛利率	61.60%	72.05%	72.27%	73.31%
无形资产和开发支出	710.95	700.07	689.19	678.31	三费率	24.06%	37.23%	37.03%	36.53%
其他非流动资产	282.77	282.22	281.67	281.12	净利率	26.70%	29.31%	30.10%	31.34%
资产总计	6278.28	6784.90	7665.07	8674.97	ROE	8.03%	10.80%	12.79%	14.06%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.73%	9.25%	10.88%	12.00%
应付和预收款项	423.18	466.24	583.59	678.61	ROIC	14.00%	19.87%	23.30%	26.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.97%	37.67%	37.21%	38.22%
其他负债	592.16	509.15	558.47	592.65	营运能力				
负债合计	1015.34	975.39	1142.06	1271.26	总资产周转率	0.27	0.33	0.38	0.41
股本	1126.24	1126.24	1126.24	1126.24	固定资产周转率	1.09	1.29	1.75	2.20
资本公积	886.67	886.67	886.67	886.67	应收账款周转率	2.68	2.79	2.57	2.54
留存收益	3118.97	3641.28	4322.80	5163.58	存货周转率	2.02	1.72	1.95	1.86
归属母公司股东权益	4981.66	5504.17	6185.69	7026.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.94%	—	—	—
少数股东权益	281.28	305.34	337.32	377.24	资本结构				
股东权益合计	5262.94	5809.51	6523.01	7403.71	资产负债率	16.17%	14.38%	14.90%	14.65%
负债和股东权益合计	6278.28	6784.90	7665.07	8674.97	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.69	5.91	5.89	6.25
					速动比率	4.17	5.38	5.34	5.71
					股利支付率	0.00%	13.46%	15.05%	16.02%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	632.30	806.41	1031.47	1269.63	每股收益	0.36	0.54	0.71	0.89
PE	60.33	40.60	30.55	24.48	每股净资产	4.42	4.89	5.49	6.24
PB	4.92	4.45	3.96	3.49	每股经营现金	0.62	0.27	0.56	0.87
PS	15.49	11.45	8.84	7.38	每股股利	0.00	0.07	0.11	0.14
EV/EBITDA	34.38	26.66	20.33	15.85					
股息率	0.00%	0.33%	0.49%	0.65%					

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