

## 业绩维持高增速, 龙头重新起航

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年上半年实现营业收入8.4亿元, 同比增长34.6%, 归母净利润2.6亿元, 同比增长41.4%。营收增长主要系下游生猪存栏恢复带动销量增长, “组合免疫”方案带动非口蹄疫猪用疫苗收入快速增长; 销售费用增长71.8%主要系公司创新营销方案的技术推广费和客户组合免疫实验数量增加所致; 管理费用降低11.4%, 主要是公司物资消耗减少所致。
- **生猪养殖存栏量恢复与养殖结构优化双重因素推动动保行业市场需求提升。** 2021年上半年全国生猪存栏量4.4亿头, 同比增长29.2%, 能繁母猪存栏4564万头, 同比增长25.7%, 基本恢复至正常水平; 养殖结构方面, 政府环保要求与非洲猪瘟等突发情况促进规模化养殖快速发展, 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%, 不同的大型养猪场防疫费用占直接成本比例波动幅度较小, 最低5%左右, 最高可达10%。截至2021年6月十家上市猪企生猪出栏量为4039万头, 全国共出栏3.4亿头, 占比约为11.9%, 较2020年继续提升, 且小规模散户数量减少, 中大型规模场消化其市场份额, 对于疾病防疫的重视程度随之提升, 因此对动保公司产品质量和产品丰富程度提出更高要求。
- **市场苗逐步替代政采苗的趋势下, 公司凭借优势产品带动销售均价提升及扩大市场占有率。** 公司猪用口蹄疫疫苗, 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, 共同保障了其市场地位。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, 明确2020-2021年将在河北、吉林、浙江等10省推进“先打后补”政策试点, 2022年推广至全国规模养殖场, 2025年逐步全面取消政采苗, 公司有望凭借多品类及高质量等优势, 带动整体销售均价提高。
- **除口蹄疫疫苗外公司多产品形成丰富矩阵, 且注重研发不断创新。** 而在后非洲猪瘟时代以及“禁抗”工作的顺利推进下, 生猪的抵抗力受到影响, 市场对于防疫的需求将不再仅仅集中于强制免疫疾病, 非强免疫病相关产品的市场空间也随之打开。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, 也推进了非强免产品的销售额增长。上半年, 公司研发投入8419.3万元, 占营业收入的比重达到10%。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, 进一步扩大市场占有率。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为0.54元、0.72元、0.90元, 对应动态PE分别为31/23/18倍, 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	608.41	808.41	1009.54
增长率	83.76%	49.78%	32.87%	24.88%
每股收益EPS(元)	0.36	0.54	0.72	0.90
净资产收益率ROE	8.03%	10.88%	12.87%	14.14%
PE	46	30.6	23.0	18.4
PB	3.73	3.38	3.00	2.64

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)	16.52-28.8
总市值(亿元)	186.05
总资产(亿元)	63.48
每股净资产(元)	4.55

### 相关研究

1. 生物股份(600201): 经营规模在扩张, 研发创新有力量 (2021-07-08)
2. 生物股份(600201): 龙头业绩快速增长, 把握趋势未来可期 (2021-04-25)
3. 生物股份(600201): 稳定市场领先地位, 迎接行业景气回升 (2021-01-18)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1581.91	2140.98	2771.68	3321.58	净利润	422.39	632.67	840.64	1049.79
营业成本	607.50	598.37	768.61	886.58	折旧与摊销	174.12	120.76	120.76	120.76
营业税金及附加	23.24	30.64	41.96	48.87	财务费用	-19.57	-5.07	-6.30	-8.69
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	30.99	-397.56	-269.50	-129.79
财务费用	-19.57	-5.07	-6.30	-8.69	其他	105.84	-46.39	-36.31	-38.85
资产减值损失	-14.16	20.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>699.61</b>	<b>324.41</b>	<b>664.29</b>	<b>1008.22</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-385.70</b>	<b>23.00</b>	<b>23.00</b>	<b>23.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>477.75</b>	<b>723.60</b>	<b>949.89</b>	<b>1190.44</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>476.21</b>	<b>723.07</b>	<b>949.16</b>	<b>1189.51</b>	股权融资	5.66	0.00	0.00	0.00
所得税	53.82	90.40	108.53	139.72	支付股利	-67.11	-81.24	-121.68	-161.68
净利润	422.39	632.67	840.64	1049.79	其他	97.48	5.27	6.30	8.69
少数股东损益	16.19	24.26	32.23	40.25	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>20.95</b>	<b>-75.97</b>	<b>-115.39</b>	<b>-152.99</b>
归属母公司股东净利润	406.20	608.41	808.41	1009.54	<b>现金流量净额</b>	<b>334.56</b>	<b>271.44</b>	<b>571.91</b>	<b>878.23</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1516.03	1787.47	2359.38	3237.61	<b>成长能力</b>				
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	348.58	448.89	520.42	营业利润增长率	88.38%	51.46%	31.27%	25.32%
其他流动资产	650.13	653.89	658.13	661.84	净利润增长率	86.16%	49.78%	32.87%	24.88%
长期股权投资	266.72	266.72	266.72	266.72	EBITDA 增长率	84.17%	32.74%	26.82%	22.38%
投资性房地产	111.00	111.00	111.00	111.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1719.83	1616.24	1512.65	1409.06	毛利率	61.60%	72.05%	72.27%	73.31%
无形资产和开发支出	710.95	694.32	677.70	661.08	三费率	24.06%	36.96%	36.77%	36.24%
其他非流动资产	282.77	282.22	281.67	281.12	净利率	26.70%	29.55%	30.33%	31.61%
<b>资产总计</b>	<b>6278.28</b>	<b>6789.96</b>	<b>7675.59</b>	<b>8692.89</b>	ROE	8.03%	10.88%	12.87%	14.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.73%	9.32%	10.95%	12.08%
应付和预收款项	423.18	466.24	583.59	678.61	ROIC	14.00%	19.95%	23.58%	27.45%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.97%	39.20%	38.40%	39.21%
其他负债	592.16	509.15	558.47	592.65	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1015.34</b>	<b>975.39</b>	<b>1142.06</b>	<b>1271.26</b>	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	1.30	1.80	2.31
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	3646.15	4332.87	5180.73	存货周转率	1.97	1.66	1.88	1.79
归属母公司股东权益	4981.66	5509.03	6195.76	7043.62	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	305.53	337.76	378.01	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5262.94</b>	<b>5814.57</b>	<b>6533.52</b>	<b>7421.63</b>	资产负债率	16.17%	14.37%	14.88%	14.62%
负债和股东权益合计	6278.28	6789.96	7675.59	8692.89	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.69	5.97	5.99	6.38
					速动比率	4.17	5.43	5.43	5.82
					股利支付率	16.52%	13.35%	15.05%	16.02%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	632.30	839.29	1064.35	1302.51	每股收益	0.36	0.54	0.72	0.90
PE	45.80	30.58	23.01	18.43	每股净资产	4.42	4.89	5.50	6.25
PB	3.73	3.38	3.00	2.64	每股经营现金	0.62	0.29	0.59	0.90
PS	11.76	8.69	6.71	5.60	每股股利	0.06	0.07	0.11	0.14
EV/EBITDA	25.05	18.55	14.09	10.84					
股息率	0.36%	0.44%	0.65%	0.87%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn