

养殖盈利能力或迎修复，非强免龙头长期向好

投资要点

- **业绩总结：**公司2021年前三季度实现营业收入7.8亿元，同比增长28.4%，实现归母净利润3.9亿元，同比增长20.7%。单三季度实现营业收入2.3亿元，同比变动-7.4%，归母净利润为9976.5万元，同比变动-27.1%，综合前三季度来看整体实现平稳增长，但三季度因生猪价格处于低位，养殖企业处于亏损区间，所以单三季度公司销售收入存在小幅下滑。
- **下游养殖企业盈利水平将迎来边际改善，养殖效率将成为其发展核心，对于动保产品需求将进一步提升。**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%，截至2021年10月中旬，生猪平均价格在12元/千克左右，养殖企业普遍亏损，且在本次周期中非洲猪瘟拉大了养殖的成本区间，不同养殖主体间的成本差距可达10元/公斤，因此我们认为此次动保行业需求的核心因素受到非洲猪瘟的一次性影响而短期转为养殖企业盈利能力的修复。养殖企业的盈利能力的因素主要由饲料成本、生猪价格、生猪死亡率这三个方面构成，从当前时点来看三者皆呈现明显的边际改善趋势，行业整体成本中枢下移，盈利水平提升，相应动保产品的需求亦将逐步加速回升。从长期来看养殖端将明确资金优势不再是唯一的门槛，成本的管控以及对疫病科学的防治态度将与之共同作用，成为优秀高效养殖企业的衡量标准，动保产品再次发展额趋势中也将获得需求增量。
- **兽用生物制品行业集中度有望进一步提升，公司注重研发产品推陈出新，有望进一步扩大市场份额。**据国家统计局数据显示，2020年底我国共有123家兽用生物制品生产企业，大型企业24家，占比为20.2%，中型企业76家占比为63.9%。2020年生物制品企业前十2019年销售总额84.5亿元，占比达52.05%，但较发达国家仍存在提高空间。公司作为非强制免疫疫病疫苗生产的头部企业，未来有望进一步扩大市场份额，迎来营收增长；公司2019年国内非国家强制免疫兽用生物制品市场销售收入排名第二、在非国家强制免疫猪用生物制品市场销售收入排名第一，猪伪狂犬病疫苗、猪细小病毒病疫苗、猪胃肠炎、腹泻二联疫苗等多项产品市场占有率第一，且拥有国家企业技术中心、农业农村部企业重点实验室、博士后科研工作站等多项资质，建设多样研究平台，更新产品争取技术领先于行业，产品领先于需求。
- **在非瘟以及禁抗的影响下，养殖背景与以往周期的不同将推动动保产品的需求公司发挥产品优势，稳固非强免龙头地位，业绩长期向好。**非洲猪瘟得到有效控制但在针对性疫苗问世前防疫重视程度不减，且因生猪抵抗力受影响，对于并发症相关产品需求增长；“禁抗”政策使得饲料端无法使用抗生素，为保证养殖效率养殖户对于非强制免疫疫病预防态度积极，非国家强制免疫兽用生物制品市场增长明显快于国家强制免疫兽用生物制品。2015年后非强免品种市场占比逐步提高，由2015年40%提升至2020年63.9%。公司产品矩阵丰富，猪伪狂犬疫苗2019年市占率达29.2%，可同时提供猪伪狂犬疫苗以及灭活苗，在毒株提取技术方面优势明显，采用我国本土分离的猪源性地方流行毒株，因而产品适应性与免疫原性更强，更适用于我国本土生猪养殖；公司坚持“直销+经销”两相结合的体系拓展服务半径，针对大、中、小型养殖场拥有不同策略，发挥产品与服务双重优势持续拓展业务。
- **盈利预测与投资建议。**结合前三季度公司经营情况，综合考虑当前市场需求，合理调整盈利预测，预计2021-2023年EPS分别为1.17元、1.52元、1.86元，对应动态PE分别为22/17/14倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**非洲猪瘟疫情；产品市场需求不及预期等。

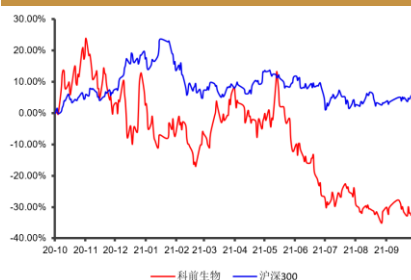
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	843.23	1133.33	1415.67	1700.63
增长率	66.15%	34.40%	24.91%	20.13%
归属母公司净利润（百万元）	447.80	544.17	707.21	862.98
增长率	84.55%	21.52%	29.96%	22.03%
每股收益EPS（元）	0.96	1.17	1.52	1.86
净资产收益率ROE	16.53%	17.20%	18.80%	19.25%
PE	27	22.4	17.2	14.1
PB	4.50	3.85	3.24	2.72

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：Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.65
流通A股(亿股)	1.20
52周内股价区间(元)	25.75-50.71
总市值(亿元)	122
总资产(亿元)	36.42
每股净资产(元)	6.37

相关研究

1. 科前生物（688526）：非强免苗需求扩张，公司业绩长期向好（2021-08-26）
2. 科前生物（688526）：动保行业格局变动，非强免龙头优势明显（2021-05-19）

关键假设：

假设 1：考虑三季度生猪养殖企业普遍亏损的情况，结合公司非强免疫疾病疫苗的龙头地位，预计 2021-2023 年猪用疫苗销量增速为 35%/25%/20%，对应毛利率分别为 83%/84%/85%。

假设 2：禽类养殖当前行情低迷，参考公司现阶段禽用疫苗处于发展阶段，预计 2021-2023 年禽用生物制品销量增速为 15%/25%/30%，对应毛利率分别为 48%/48%/48%。

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
猪用疫苗	收入	813.94	1098.8	1373.5	1648.2
	增速	69.7%	35.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	83.7%	83.0%	84.0%	85.0%
禽用疫苗	收入	12.71	14.6	18.3	23.8
	增速	-31.1%	15.0%	25.0%	30.0%
	毛利率	43.7%	48.0%	48.0%	48.0%
其他	收入	16.6	19.9	23.9	28.7
	增速	75.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	40.3%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	843.2	1133.3	1415.7	1700.6
	增速	66.1%	34.4%	24.9%	20.1%
	毛利率	82.8%	82.0%	83.0%	83.9%

数据来源：Wind，西南证券

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	843.23	1133.33	1415.67	1700.63	净利润	447.80	544.17	707.21	862.98
营业成本	145.19	204.35	241.20	273.91	折旧与摊销	37.03	19.10	19.10	19.10
营业税金及附加	3.95	6.22	7.79	8.89	财务费用	-32.57	-6.09	-8.67	-10.80
销售费用	112.84	153.00	184.04	221.08	资产减值损失	-1.84	5.00	5.00	5.00
管理费用	44.36	141.67	169.88	204.08	经营营运资本变动	-11.53	-45.86	-39.09	-24.25
财务费用	-32.57	-6.09	-8.67	-10.80	其他	-38.76	-5.99	-4.51	-5.25
资产减值损失	-1.84	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	400.14	510.33	679.04	846.78
投资收益	3.98	0.00	0.00	0.00	资本支出	-110.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1080.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1190.30	0.00	0.00	0.00
营业利润	524.31	629.18	816.43	998.47	短期借款	60.06	-60.06	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.65	0.06	0.08	0.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	519.66	629.25	816.52	998.57	股权融资	1141.73	0.00	0.00	0.00
所得税	71.86	85.07	109.31	135.59	支付股利	0.00	-89.56	-108.83	-141.44
净利润	447.80	544.17	707.21	862.98	其他	3.93	6.09	8.67	10.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1205.72	-143.53	-100.16	-130.64
归属母公司股东净利润	447.80	544.17	707.21	862.98	现金流量净额	415.56	366.80	578.88	716.14
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	1913.96	2280.76	2859.64	3575.77	成长能力				
应收和预付款项	206.57	253.34	332.86	396.21	销售收入增长率	66.15%	34.40%	24.91%	20.13%
存货	71.07	101.82	119.87	136.57	营业利润增长率	87.89%	20.00%	29.76%	22.30%
其他流动资产	270.00	270.00	270.00	270.00	净利润增长率	84.55%	21.52%	29.96%	22.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	74.65%	21.45%	28.75%	21.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	557.83	540.69	523.54	506.39	毛利率	82.78%	81.97%	82.96%	83.89%
无形资产和开发支出	53.42	51.47	49.52	47.57	三费率	14.78%	25.46%	24.39%	24.36%
其他非流动资产	38.07	38.07	38.07	38.07	净利率	53.11%	48.02%	49.96%	50.74%
资产总计	3110.92	3536.15	4193.49	4970.59	ROE	16.53%	17.20%	18.80%	19.25%
短期借款	60.06	0.00	0.00	0.00	ROA	14.39%	15.39%	16.86%	17.36%
应付和预收款项	210.78	297.53	351.59	402.79	ROIC	62.29%	62.88%	72.40%	80.23%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	62.71%	56.66%	58.41%	59.20%
其他负债	131.56	75.48	80.40	84.76	营运能力				
负债合计	402.40	373.02	431.99	487.55	总资产周转率	0.38	0.34	0.37	0.37
股本	465.00	465.00	465.00	465.00	固定资产周转率	3.90	5.81	7.95	10.57
资本公积	1103.83	1103.83	1103.83	1103.83	应收账款周转率	6.98	6.83	6.71	6.39
留存收益	1139.69	1594.30	2192.68	2914.22	存货周转率	2.14	2.32	2.15	2.11
归属母公司股东权益	2708.52	3163.13	3761.51	4483.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.48%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2708.52	3163.13	3761.51	4483.04	资产负债率	12.94%	10.55%	10.30%	9.81%
负债和股东权益合计	3110.92	3536.15	4193.49	4970.59	带息债务/总负债	14.92%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.95	8.95	9.33	9.97
					速动比率	6.75	8.63	9.02	9.66
					股利支付率	0.00%	16.46%	15.39%	16.39%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	528.77	642.19	826.85	1006.77	每股收益	0.96	1.17	1.52	1.86
PE	27.22	22.40	17.24	14.13	每股净资产	5.82	6.80	8.09	9.64
PB	4.50	3.85	3.24	2.72	每股经营现金	0.86	1.10	1.46	1.82
PS	14.46	10.76	8.61	7.17	每股股利	0.00	0.19	0.23	0.30
EV/EBITDA	18.96	14.95	10.91	8.25					
股息率	0.00%	0.73%	0.89%	1.16%					

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	zfy@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
	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
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@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
	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	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	xyy@swsc.com.cn