

短期业绩承压，科研蓄力助长期发展

投资要点

- **业绩总结：**2021年公司实现营业收入17.8亿元，同比增加12.3%，归母净利润3.8亿元，同比减少5.9%，扣非后归母净利润3.7亿元，同比减少5.5%；22年一季度公司实现营收3.4亿元，同比减少34.2%，归母净利润0.8亿元，同比减少61.7%。
- **点评：**公司21年营收实现增长主要系三方面原因：1) 下游生猪养殖存栏量有所恢复，带动猪用疫苗产品收入提升；2) “先打后补”政策持续推进，市场苗逐步替代政采苗，产品价格中枢上移；3) 口蹄疫单品与非口疫苗形成产品组合，非口产品增速高于口蹄疫疫苗。公司利润水平下降主要是受到辽宁益康商誉减值（报告期内计提减值准备3633万）以及新立项mRNA疫苗研发投入较多等因素的影响，剔除这方面后，归母净利润增速与营收增速相当，公司21年研发费用1.7亿，同比增加26.8%。22年一季度业绩下滑，主要是因生猪养殖行业亏损，能繁母猪产能去化、新生仔猪数量减少导致产品销量减少。
- **规模养殖进一步发展，对于动保重视程度提升，相应需求量增加。**当前下游养殖行业处于去产能阶段，根据涌益资讯数据显示截至22年3月能繁母猪环比下降1.2%，4月中下旬生猪价格于12-13元/公斤附近徘徊，维持底部调整，养殖户普遍处于亏损状态，产能仍将持续去化，在此过程中集团养殖户稳步扩张，进一步提高规模化比例。从结构上来看，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（牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农）生猪出栏量占总体比例由2019年的8.3%增至2021年的14%左右，2021年十家上市猪企生猪出栏量为9428万头，同比增加71.5%。在未来发展的过程中，资金不再是唯一的门槛，成本管控以及对待疫病的科学防治态度将与之共同作用成为竞争的核心，优秀的养殖主体为保证养殖效率将高度重视生物安全，选择优质动保产品，公司业绩也有望随市场需求提升而增长。
- **公司注重研发创新，把握市场面替代政采苗趋势，扩大市场份额。**猪用口蹄疫疫苗是公司的核心产品，市场份额连续多年位居国内动物疫苗行业前列，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。报告期内公司获得发明专利13项、实用新型3项；获批临床批件6个，新兽药注册证书2个，产品批准文号2个。非洲猪瘟疫苗方面，公司重点聚焦于有效性抗原筛选、新型亚单位疫苗和mRNA疫苗核心技术工艺突破等方面。除口蹄疫大单品外，公司丰富产品矩阵包含布病疫苗、猪圆环疫苗、猪伪狂犬疫苗等，公司根据客户在非洲猪瘟常态化下的防疫痛点，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，公司把握行业发展趋势，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2022-2024年EPS分别为0.38元、0.50元、0.65元，对应动态PE分别为27/20/16倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**下游养殖业出现疫情；产品销售情况不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1776.32	1929.05	2405.26	2881.87
增长率	12.29%	8.60%	24.69%	19.82%
归属母公司净利润（百万元）	382.29	426.76	557.79	728.74
增长率	-5.89%	11.63%	30.70%	30.65%
每股收益EPS（元）	0.34	0.38	0.50	0.65
净资产收益率ROE	7.00%	7.34%	8.87%	10.55%
PE	30	26.6	20.3	15.6
PB	2.15	2.02	1.86	1.69

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)	10.07-21.82
总市值(亿元)	113.41
总资产(亿元)	65.55
每股净资产(元)	4.70

相关研究

1. 生物股份（600201）：业绩稳步增长，产品矩阵丰富前景向好（2021-10-29）
2. 生物股份（600201）：业绩维持高增速，龙头重新起航（2021-08-26）
3. 生物股份（600201）：经营规模在扩张，研发创新有力量（2021-07-08）
4. 生物股份（600201）：龙头业绩快速增长，把握趋势未来可期（2021-04-25）

关键假设：

假设 1：根据现有生猪以及能繁母猪的存栏量，假设未来三年能繁母猪存栏变化率分别为 -5%/7%/3%，生猪价格短期仍将处于底部盘整，拐点或将于 22 年年底出现。

假设 2：根据当前生猪养殖整体处于亏损，以及未来养殖行业产能持续去化的趋势，公司把握龙头优势以及先打后补政策推进，预计 2022-2024 年公司兽用生物制品销售量增速为 10%/25%/20%，毛利率水平为 64%/66%/67%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
生物制品	收入	1716.99	1888.7	2360.9	2833.0
	增速	13.1%	10.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	62.8%	64.0%	66.0%	67.0%
其他	收入	36.69	40.4	44.4	48.8
	增速	-43.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	1776.3	1929.0	2405.3	2881.9
	增速	12.3%	8.6%	24.7%	19.8%
	毛利率	61.9%	63.1%	65.2%	66.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1776.32	1929.05	2405.26	2881.87	净利润	389.01	434.26	567.60	741.56
营业成本	677.13	712.22	838.21	973.97	折旧与摊销	191.29	88.12	88.12	88.12
营业税金及附加	24.50	28.87	34.84	41.54	财务费用	-40.45	-4.40	-5.47	-6.90
销售费用	367.16	366.52	469.02	547.55	资产减值损失	-51.73	20.00	15.00	15.00
管理费用	134.75	341.44	444.97	518.74	经营营运资本变动	-183.39	-184.74	-140.58	-211.58
财务费用	-40.45	-4.40	-5.47	-6.90	其他	228.36	-28.33	-33.33	-28.33
资产减值损失	-51.73	20.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	533.08	324.91	491.34	597.86
投资收益	6.41	15.00	15.00	15.00	资本支出	-125.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-3.22	0.00	0.00	0.00	其他	-422.57	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-548.12	15.00	15.00	15.00
营业利润	414.66	479.40	623.68	806.97	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.39	-1.01	-1.31	-1.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	413.27	478.39	622.37	805.73	股权融资	6.63	0.00	0.00	0.00
所得税	24.27	44.12	54.76	64.17	支付股利	0.00	-76.46	-85.35	-111.56
净利润	389.01	434.26	567.60	741.56	其他	-129.91	4.02	5.47	6.90
少数股东损益	6.72	7.50	9.81	12.81	筹资活动现金流净额	-123.28	-72.44	-79.89	-104.66
归属母公司股东净利润	382.29	426.76	557.79	728.74	现金流量净额	-138.40	267.47	426.46	508.20
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1334.16	1601.62	2028.08	2536.28	成长能力				
应收和预付款项	790.44	916.00	1071.97	1310.35	销售收入增长率	12.29%	8.60%	24.69%	19.82%
存货	317.65	327.45	389.89	451.91	营业利润增长率	-13.21%	15.61%	30.10%	29.39%
其他流动资产	318.39	329.96	366.03	402.12	净利润增长率	-7.90%	11.63%	30.70%	30.65%
长期股权投资	268.30	268.30	268.30	268.30	EBITDA 增长率	-10.57%	-0.42%	25.43%	25.75%
投资性房地产	107.41	107.41	107.41	107.41	获利能力				
固定资产和在建工程	1813.29	1737.49	1661.68	1585.88	毛利率	61.88%	63.08%	65.15%	66.20%
无形资产和开发支出	743.01	730.71	718.41	706.11	三费率	25.98%	36.47%	37.77%	36.76%
其他非流动资产	911.27	911.26	911.25	911.24	净利率	21.90%	22.51%	23.60%	25.73%
资产总计	6603.93	6930.20	7523.02	8279.60	ROE	7.00%	7.34%	8.87%	10.55%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.89%	6.27%	7.54%	8.96%
应付和预收款项	435.43	477.99	556.82	649.21	ROIC	11.33%	12.85%	16.00%	19.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.84%	29.19%	29.37%	30.82%
其他负债	608.26	533.94	565.67	599.87	营运能力				
负债合计	1043.69	1011.92	1122.49	1249.08	总资产周转率	0.28	0.29	0.33	0.36
股本	1126.20	1126.20	1126.20	1126.20	固定资产周转率	1.05	1.17	1.53	1.93
资本公积	893.34	893.34	893.34	893.34	应收账款周转率	2.66	2.46	2.64	2.63
留存收益	3366.29	3716.59	4189.03	4806.22	存货周转率	1.99	2.19	2.30	2.29
归属母公司股东权益	5272.25	5622.79	6095.23	6712.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.36%	—	—	—
少数股东权益	287.98	295.49	305.30	318.11	资本结构				
股东权益合计	5560.23	5918.27	6400.52	7030.52	资产负债率	15.80%	14.60%	14.92%	15.09%
负债和股东权益合计	6603.93	6930.20	7523.02	8279.60	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.01	4.83	5.02	5.25
					速动比率	3.54	4.33	4.51	4.75
					股利支付率	0.00%	17.92%	15.30%	15.31%
					每股指标				
					每股收益	0.34	0.38	0.50	0.65
					每股净资产	4.68	4.99	5.41	5.96
					每股经营现金	0.47	0.29	0.44	0.53
					每股股利	0.00	0.07	0.08	0.10
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	565.50	563.12	706.33	888.18					
PE	29.67	26.57	20.33	15.56					
PB	2.15	2.02	1.86	1.69					
PS	6.38	5.88	4.72	3.94					
EV/EBITDA	15.19	14.78	11.18	8.32					
股息率	0.00%	0.67%	0.75%	0.98%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn