

Q2 业绩环比改善，持续研发前景向好

投资要点

- **业绩总结:** 2022年H1公司实现营业收入5.1亿元,同比减少11.5%,归母净利润0.8亿元,同比减少50.9%,扣非后归母净利润0.7亿元,同比减少50.7%;单二季度来看,公司实现营收2.7亿元,同比减少1.2%,归母净利润0.4亿元,同比减少44.3%
- **点评:** 公司营收下降主要是受到下游养殖行情低迷的影响,猪用、禽用疫苗及化药销售额有所下滑,猪用疫苗实现收入1.8亿元,同比减少9.8%,禽用疫苗及抗体实现收入1.8亿元,同比减少8.7%,化药实现1.4亿元,同比减少20.4%。利润出现同比下滑的主要原因在于:1) 营收减少;2) 为加大养殖客户开发力度公司销售费用增加;3) 报告期内,部分生产线因新版GMP改造停工,导致管理费由有所提升。从净利润角度来看,Q2实现净利润4273.6万元,较Q1实现3752.3万元表现出明显改善。
- **下游养殖集中度提升,养殖端盈利能力修复,动保企业需求迎增长。** 生猪养殖在环保政策以及非瘟的影响下,集中度不断提升,十家上市生猪养殖企业(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)2021年共计出栏9428万头,占全国6.7亿头出栏的14%左右,规模化养殖场更加规范,注重防疫,动物保健产品需求随之增长。随能繁母猪结构调整,优质品种占比提高,生猪健仔率提升,仔猪成本有效控制,行业完全成本中枢下移逐步恢复至非瘟前的水平,且生猪价格回暖,当前处于21.5元/公斤左右,未来预期向好,整体动保需求将迎来提升。**兽药行业集中度有望进一步提升,公司产品矩阵丰富。** 2020年6月1日,新版GMP正式实施,明确规定于2022年6月1日前兽药企业需通过新版GMP认证,从而提高兽药行业准入门槛,淘汰落后产能,且养殖端为控制风险增强可溯源性或将减少动保产品供应商从而进一步倒逼行业集中度提升。公司产品布局猪用及禽用疫苗及化药,主要包含有猪圆环系列疫苗、猪伪狂系列疫苗、高致病性禽流感、恩诺沙星溶液、延胡索酸泰妙菌素、注射用头孢噻唑以及中兽药等等。2018年公司与中国牧股份、中信农业共同设立中普生物,拥有口蹄疫疫苗生产资质,与中国农业科学院兰州兽医研究所合作开发的猪口蹄疫(O型+A型)二价三组分基因工程亚单位疫苗按照计划开展临床前研究工作。报告期内持续进行研发,投入共计2355.8万元,占营收比例4.6%。
- **非洲猪瘟相关疫苗研制工作顺利推进。** 农业农村部科技发展中心将非洲猪瘟疫苗研发相关项目作为重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项进行公示,当前亚单位疫苗相关研发关注度较高,随猪瘟病毒变异,其毒性逐步减弱而传染性增强,亚单位灭活苗较弱毒苗而言虽有效性不及,但安全性更高,因而推广可能性便更大,若是未来顺利市场化,则行业关注度与成长性将进一步提升。公司持续推进与中国农业科学院兰州兽医研究所合作开发的非洲猪瘟亚单位疫苗研究,目前正按照农业农村部对非洲猪瘟亚单位疫苗的应急评价资料要求和疫苗免疫效力指导原则完善相关实验研究,力争早日提交应急评价申请。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.84元、1.07元、1.33元,对应动态PE分别为39/31/25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;研发不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1098.57	1314.34	1697.39	2155.56
增长率	18.31%	19.64%	29.14%	26.99%
归属母公司净利润(百万元)	244.14	268.83	343.69	428.66
增长率	7.20%	10.12%	27.85%	24.72%
每股收益EPS(元)	0.76	0.84	1.07	1.33
净资产收益率ROE	13.56%	12.99%	14.24%	15.08%
PE	43	39	31	25
PB	5.89	5.13	4.40	3.73

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)	3.21
流通A股(亿股)	3.21
52周内股价区间(元)	17.53-34.6
总市值(亿元)	102.24
总资产(亿元)	21.20
每股净资产(元)	5.55

相关研究

1. 普莱柯(603566): 动保有望迎需求增量, 重视科研铸长期优势 (2022-04-10)

盈利预测

假设 1:根据现有生猪与家禽存栏量情况以及市场价格对景气度的影响,预计 2022-2024 年公司猪用疫苗销量增速为 30%/45%/40%, 对应毛利率分别为 78%/78.5%/78.5%, 预计 2022-2024 年禽用疫苗及抗体销量增速为 10%/11%/10%, 对应毛利率为 64%/64%/64%。

假设 2: 公司发展化药板块, 结合当前市场对于疫病防治的需求, 预计 2022-2024 年相关产品销量增速为 20%/30%/25%, 对应毛利率分别为 50%/52%/53%。

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：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
猪用疫苗	收入	387.90	504.27	731.19	1023.67
	增速	47.23%	30.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	82.35%	78.00%	78.50%	78.50%
禽用疫苗及抗体	收入	382.02	420.22	466.45	513.09
	增速	7.04%	10.00%	11.00%	10.00%
	毛利率	60.98%	64%	64.00%	64.00%
化药	收入	304.36	365.23	474.80	593.50
	增速	6.27%	20.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	48.94%	50.00%	52.00%	53.00%
技术许可或转让	收入	13.27	13.27	13.27	13.27
	增速	24.60%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他	收入	11.03	11.36	11.70	12.05
	增速	-0.63%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	36.36%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	1098.58	1314.35	1697.41	2155.58
	增速	18.32%	19.64%	29.14%	26.99%
	毛利率	65.41%	65.30%	66.87%	67.83%

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	1098.57	1314.34	1697.39	2155.56	净利润	244.14	268.83	343.69	428.66
营业成本	379.95	456.02	562.41	693.38	折旧与摊销	59.31	114.80	122.71	127.15
营业税金及附加	11.29	13.88	17.77	22.63	财务费用	-2.06	-7.46	-19.32	-24.14
销售费用	300.04	315.44	407.37	525.96	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	91.84	256.30	364.94	474.22	经营营运资本变动	-71.94	-27.85	-57.36	-70.79
财务费用	-2.06	-7.46	-19.32	-24.14	其他	-16.91	-20.00	-20.00	-16.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	212.53	328.33	369.73	444.88
投资收益	-0.02	10.00	10.00	8.00	资本支出	-200.42	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	20.41	10.00	10.00	8.00	其他	69.91	-27.32	31.16	-1.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-130.51	-37.32	21.16	-11.05
营业利润	284.58	300.16	384.22	479.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.41	4.73	3.33	3.67	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	284.18	304.88	387.55	483.18	股权融资	3.99	0.00	0.00	0.00
所得税	40.04	36.05	43.86	54.52	支付股利	-157.32	0.00	0.00	0.00
净利润	244.14	268.83	343.69	428.66	其他	-4.24	7.46	19.32	24.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-157.57	7.46	19.32	24.14
归属母公司股东净利润	244.14	268.83	343.69	428.66	现金流量净额	-75.76	298.47	410.21	457.96
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	168.83	467.30	877.51	1335.48	成长能力				
应收和预付款项	304.29	336.76	438.52	561.51	销售收入增长率	18.31%	19.64%	29.14%	26.99%
存货	170.56	197.87	246.85	303.18	营业利润增长率	15.41%	5.47%	28.01%	24.80%
其他流动资产	89.75	145.76	125.91	135.62	净利润增长率	7.20%	10.12%	27.85%	24.72%
长期股权投资	184.10	184.10	184.10	184.10	EBITDA 增长率	16.17%	19.21%	19.66%	19.46%
投资性房地产	26.18	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	650.50	582.37	506.32	425.84	毛利率	65.41%	65.30%	66.87%	67.83%
无形资产和开发支出	293.89	257.23	220.56	183.90	三费率	35.48%	42.93%	44.36%	45.28%
其他非流动资产	280.18	290.18	300.18	310.18	净利率	22.22%	20.45%	20.25%	19.89%
资产总计	2168.28	2461.57	2899.94	3439.79	ROE	13.56%	12.99%	14.24%	15.08%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.26%	10.92%	11.85%	12.46%
应付和预收款项	115.82	136.41	170.23	210.68	ROIC	25.33%	23.72%	31.21%	40.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.12%	31.00%	28.73%	27.02%
其他负债	252.01	255.87	316.73	387.47	营运能力				
负债合计	367.83	392.28	486.96	598.15	总资产周转率	0.52	0.57	0.63	0.68
股本	321.50	321.50	321.50	321.50	固定资产周转率	2.61	2.86	3.68	5.14
资本公积	473.21	473.21	473.21	473.21	应收账款周转率	4.42	4.34	4.66	4.56
留存收益	1139.29	1408.12	1751.82	2180.48	存货周转率	2.50	2.48	2.53	2.52
归属母公司股东权益	1800.45	2069.29	2412.98	2841.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.67%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1800.45	2069.29	2412.98	2841.64	资产负债率	16.96%	15.94%	16.79%	17.39%
负债和股东权益合计	2168.28	2461.57	2899.94	3439.79	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.12	3.10	3.63	4.06
					速动比率	1.63	2.57	3.10	3.53
					股利支付率	64.44%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.76	0.84	1.07	1.33
					每股净资产	5.60	6.44	7.51	8.84
					每股经营现金	0.66	1.02	1.15	1.38
					每股股利	0.49	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	341.83	407.50	487.61	582.51					
PE	43.47	39.48	30.88	24.76					
PB	5.89	5.13	4.40	3.73					
PS	9.66	8.07	6.25	4.92					
EV/EBITDA	29.28	23.84	19.11	15.18					
股息率	1.48%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn