

研发创新助力显现，养殖复苏带动经营改善

1、精准发力细分行业，打造动物疫苗“专精特新”企业。

公司深耕于动物疫苗领域，是一家集兽用生物制品研发、生产、销售和技术服务为一体的生物医药企业，主营业务为禽畜疫苗销售。2022年前三季度公司实现营收2.55亿元（同比-11.11%），归母净利润5934.73万元（同比-19.41%）；第三季度随下游养殖景气提升，公司业绩环比改善明显。

2、猪用禽用齐头并进，产品矩阵持续完善。

截至2022年第三季度，公司产品已有10个系列，共36种疫苗；包括5个猪用疫苗系列，4个禽用疫苗系列和1个水产疫苗系列。公司核心产品优势明显，其全国市场份额均排名前列，同时公司积极扩展产品矩阵，多项研发项目正在进行中。

3、多种研发模式共同发力，创新能力稳步增强。

公司通过合作研发、自主研发和技术引进三种模式持续推进项目研发，并增强企业核心竞争力。截至2022年6月30日，公司获得授权专利22项，其中发明专利13项，实用新型9项；拥有新兽药证书18项、生产批文31项，参与研发并成功制定国家兽用生物制品生产规程与质量标准18项。

4、盈利预测与评级：今年上半年下游养殖低迷致公司产品销售下降明显，2022年公司业绩预计同比下降；2023及2024年下游养殖恢复景气，公司产品需求回升，带动公司业绩增长。预计公司2022-2024年营收分别为3.33/3.63/3.92亿元，归母净利润7712/8547/9396万元，EPS为0.28/0.31/0.34元/股，对应PE分别为28.43x/25.65x/23.33x，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游禽畜养殖低迷、国家政策变动、产品质量风险等

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	332.59	363.53	332.98	363.17	392.14
YOY(%)	0.33	9.30	-8.40	9.07	7.98
净利润(百万元)	80.22	91.34	77.12	85.47	93.96
YOY(%)	26.43	13.86	-15.57	10.82	9.94
毛利率(%)	65.78	67.43	65.55	66.69	66.35
净利率(%)	24.12	25.13	23.16	23.53	23.96
ROE(%)	11.59	12.95	10.48	11.10	11.64
EPS(摊薄/元)	0.29	0.33	0.28	0.31	0.34
P/E(倍)	27.33	24.00	28.43	25.65	23.33
P/B(倍)	3.17	3.11	2.98	2.85	2.72

永顺生物(839729.BJ)

首次覆盖

增持

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

SAC 执证编号:S1440521100007

发布日期：2022年11月15日

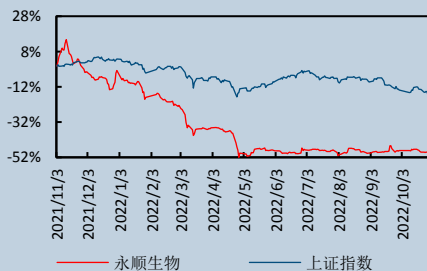
当前股价：7.96元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	-1.36/-0.67	0.89/8.76	-49.52/-34.26
12月最高/最低价(元)			17.80/7.47
总股本(万股)			27,335.00
流通A股(万股)			8,024.46
总市值(亿元)			21.76
流通市值(亿元)			6.39
近3月日均成交量(万)			12.65
主要股东			
广东省现代农业集团有限公司			39.06%

股价表现



相关研究报告

1 精准发力细分行业，打造动物疫苗“专精特新”企业

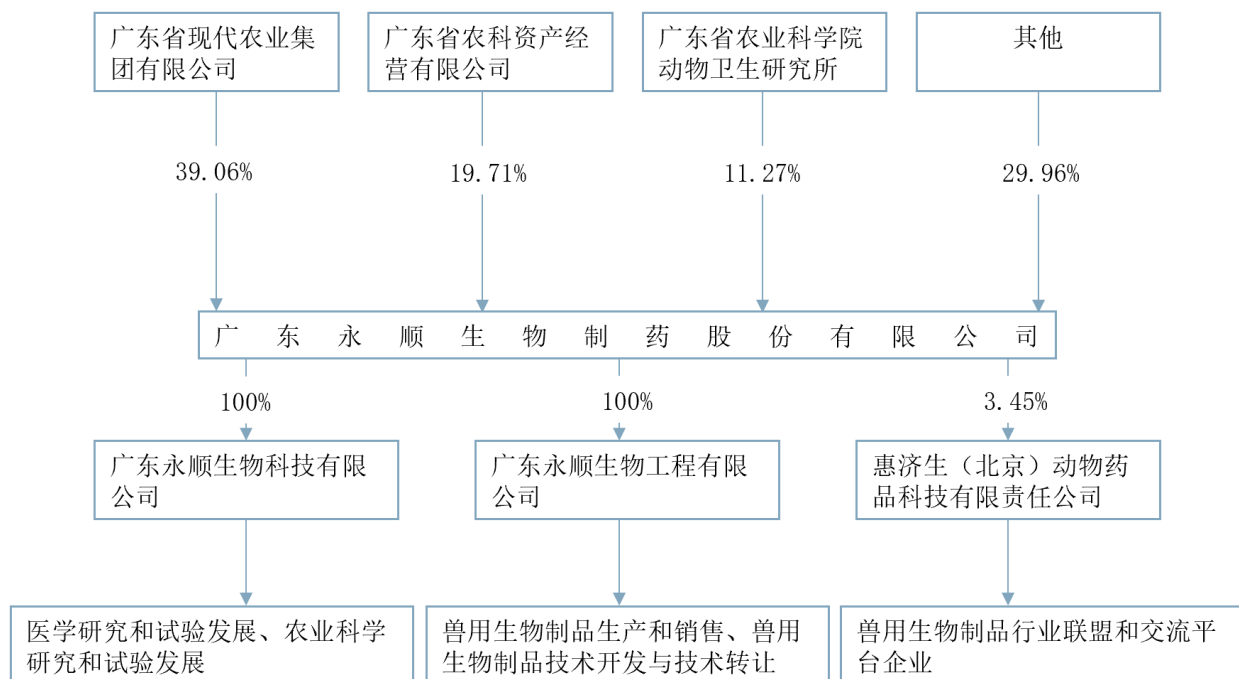
1.1 深耕疫苗业务，打造生物医药精选企业

20 年深耕疫苗领域，技术沉淀+渠道布局打造禽畜疫苗精选企业。永顺生物成立于 2002 年，于 2016 年在全国中小企业股份转让系统（下称“新三板”）挂牌公开转让，2020 年完成在新三板的退市，2021 年 11 月 15 日在北京证券交易所的成功上市，成为北交所首批上市公司。公司经过 20 余年的积淀与发展，积累了较为丰富的技术研发沉淀和相对完善的销售渠道布局，成为一家集兽用生物制品研发、生产、销售和技术服务为一体的生物医药企业。公司产品覆盖了猪用疫苗、禽用疫苗约 30 个品种，包括单价苗、多价苗、多联苗和多联多价苗。

公司股权结构清晰稳定，国有法人大量持股。截至 2022 年 9 月，公司第一大股东广东省现代农业集团有限公司持股 39.06%，第二大股东广东省农科资产经营有限公司和第三大股东广东省农业科学院动物卫生研究所共持有 30.98% 的权益，其二者持股均为广东农院所享有。现代农业集团和广东省农业科学院所持股份数额均未超 50.00%，且二者之间未签订与公司控制权相关的任何协议。公司经营方针及重大事项决策由公司股东大会充分讨论后确定，无控股股东和实际控制人。

公司子公司业务分工明确，产业布局稳步推进。截至 2022 年 9 月，公司下属共 3 家子公司，其中 2 家控股子公司。广东永顺生物科技有限公司主要负责医学及农业科学试验研究及发展；广东永顺生物工程有限公司主要从事兽用生物制品的生产及销售，以及兽用生物制品技术开发与转让。

图 4: 公司股权结构及子公司情况



数据来源：Wind，中信建投

1.2 营收总额保持稳定，养殖疫情影响盈利能力

营收总额相对稳定，22Q3 环比实现增长。分产品看，公司主要收入构成为猪用活疫苗及禽用灭活疫苗。公司近 5 年营业收入均超 3 亿元，其中 2019 年收入同比下降 15.15%，主要系非洲猪瘟致下游生猪存栏减少，公司产品销量减少所致。2022 年前三季度公司实现营收 2.55 亿元（同比-11.11%），主要系①下游生猪与家禽养殖行业景气度低，公司产品需求降低；②年初禽流感变更毒株，等待新毒株产品上市期间影响了政府客户提货计划；③公司上年同期确认“猪伪狂犬病活疫苗（Bartha-K61 株，传代细胞源）”及“副猪嗜血杆菌病三价灭活疫苗”一次性技术转让收入 1194.00 万元，本期无一次新技术转让收入所致。2022Q3 公司实现营收 9900.35 万元（同比+0.87%，环比+28.86%），下游养殖复苏带动公司营收增长。

图 5: 公司营收及增速

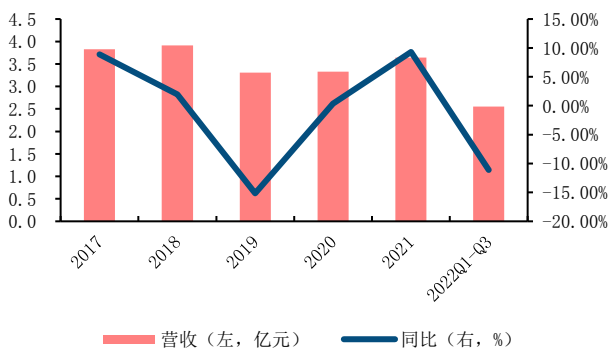
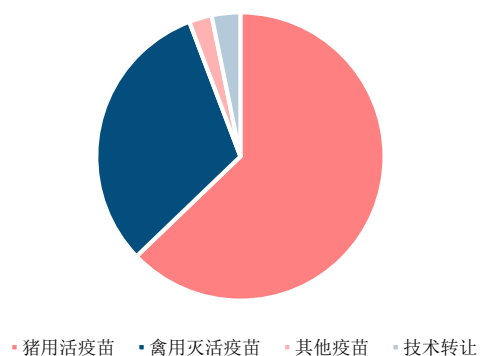


图 6: 公司营收结构

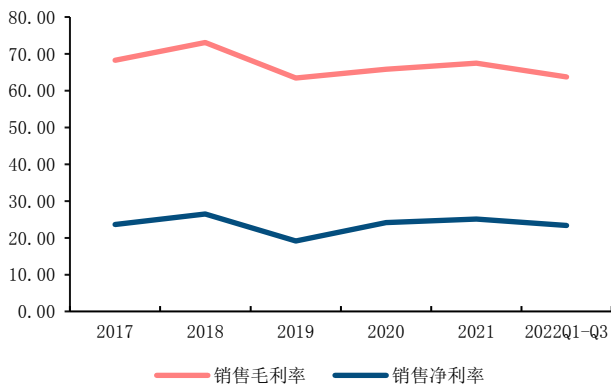


数据来源: Wind, 中信建投

数据来源: Wind, 中信建投

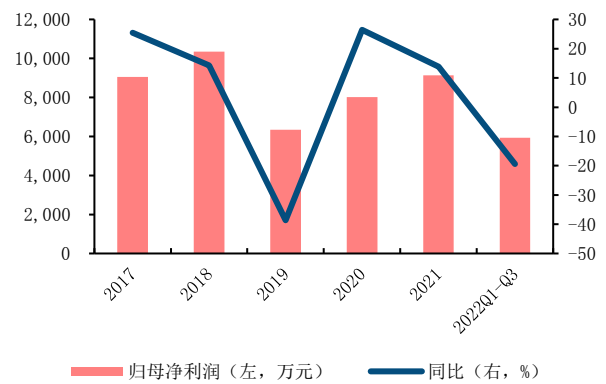
利润率相对较高，业绩环比改善明显。公司常年毛利率维持在 65% 以上，净利率维持在 20%，盈利能力相对较高。2018 年受禽流感系列产品在 2017 年下半年更换种毒影响，毛利率有所提升，净利率相应提升；2019 年毛利率和净利率均出现较明显的下滑，主要系在“非洲猪瘟”疫情的影响下，公司毛利率较高的猪用疫苗产品销售收入下降所致。2022 年前三季度公司实现归母净利润 5934.73 万元（同比-19.41%），其中 22Q3 实现归母净利润 2403.18 万元（同比+52.16%，环比+33.61%），公司业绩环比改善明显。

图 7: 公司销售毛利率及净利率 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

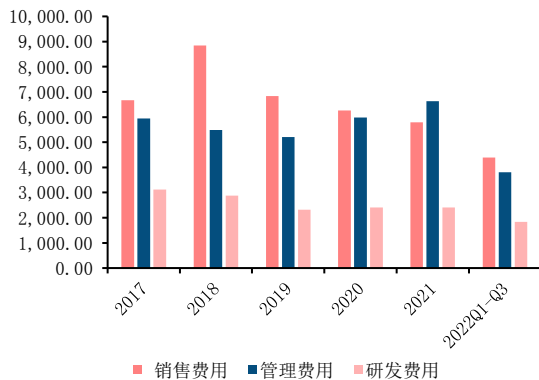
图 8: 公司归母净利润及增速



数据来源: Wind, 中信建投

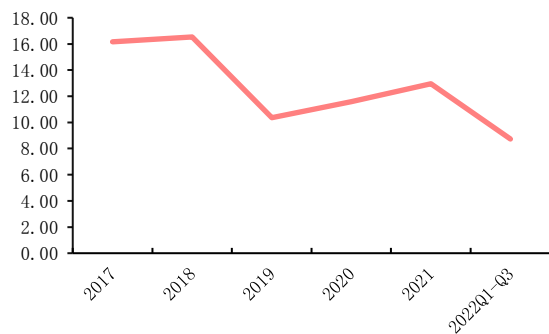
销售及管理费用下降, 研发投入增加。2022 年前三季度公司销售费用为 4388.61 万元 (同比-7.35%), 管理费用为 3803.55 万元 (同比-27.48%), 下游养殖低迷背景下公司产品销量下降, 销售及管理费用下降较为明显; 研发费用为 1836.06 万元 (同比+3.57%), 公司研发投入持续增加, 以保障产品竞争力。2022 年前三季度公司 ROE (摊薄) 为 8.73%, 预计随下游养殖景气度持续提升, 公司 ROE (摊薄) 有望改善。

图 9: 公司三费 (万元)



数据来源: Wind, 中信建投

图 10: 公司 ROE 摊薄 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

2 产品市场覆盖广泛，研发创新优势凸显

2.1 猪用禽用齐头并进，产品矩阵持续完善

猪用疫苗核心突出，禽用疫苗迅速发展。截至 2022 年第三季度，公司产品已有 10 个系列，共 36 种疫苗；包括 5 个猪用疫苗系列，4 个禽用疫苗系列和 1 个水产疫苗系列。猪用疫苗中，公司核心产品突出，依托专利技术传代细胞生产的新型猪瘟活疫苗（传代细胞源）和猪瘟、猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病三联活疫苗全国市场份额均排名前列。在禽用疫苗上，公司产品种类增长迅速，2022 年 2 月，公司获得“重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6H5-Re13 株+H5N8 H5-Re14 株+H7N9 H7-Re4 株）”和“重组禽流感病毒（H5 亚型）二价灭活疫苗（H5N6 H5-Re13 株+H5N8H5-Re14 株）”的生产批文。

表 1: 公司主要猪用疫苗

产品系列	产品名称	产品图片	临床应用
猪瘟系列	ST 猪瘟活疫苗（传代细胞源）		用于预防猪瘟。断奶后无母源抗体仔猪的免疫期为 12 个月。
	猪瘟活疫苗（细胞源）		用于预防猪瘟。接种后 4 日产生免疫力。断奶后无母源抗体仔猪的免疫期为 12 个月。
	晶制®猪瘟活疫苗（细胞源）		用于预防猪瘟。接种后 4 日产生免疫力。断奶后无母源抗体仔猪的免疫期为 12 个月。
	猪瘟、猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病三联活疫苗		用于预防猪瘟、猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病（即猪肺疫）。猪瘟免疫期为 12 个月，猪丹毒和猪肺疫免疫期为 6 个月。
猪蓝耳系列	高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（GD180 株）		用于预防高致病性猪繁殖与呼吸综合征（即高致病性猪蓝耳病）。免疫期为 6 个月。
	高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（JXA1-R 株）		用于预防高致病性猪繁殖与呼吸综合征（既高致病性猪蓝耳病）。免疫期为 4 个月。

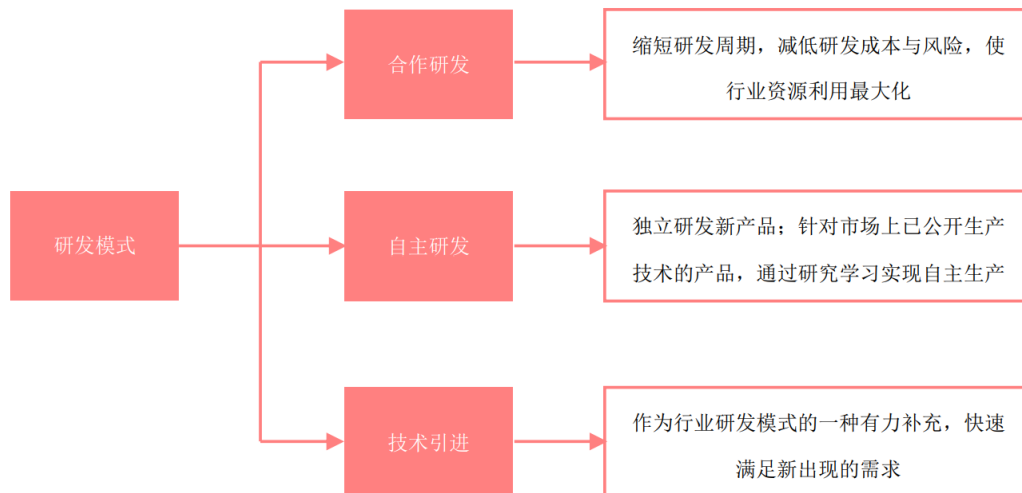
猪圆环、伪狂犬系列	猪伪狂犬病活疫苗 (Bartha-K61 株, 传代细胞源)		用于预防猪伪狂犬病。
-----------	--------------------------------	---	------------

资料来源: 公司官网, 中信建投

2.2 多种研发模式共同发力，创新能力稳步增强

研发模式多元化，赋能全发展阶段。公司研发模式包括合作研发、自主研发和技术引进三种。科研机构 and 高等院校在实验室阶段的前期基础性研究方面具有领先优势，而企业在中后期的中试生产、临床研究、产业化应用阶段等方面更为突出，通过合作研发模式将二者的长处结合，既缩短了研发周期，又降低了研发难度与风险，使行业资源得到最大化利用。随着企业研发能力的提升，自主研发的模式也逐步成为行业内大型企业的研发模式之一。公司自主研发主要包括两方面：一方面为新产品的独立研发；一方面为针对市场上已公开生产技术的产品，自主进行工艺研究与生产规程学习，进而申请兽药产品批准文号及后续自主生产。技术引进作为行业研发模式的一种有力补充，一方面能实现企业快速推出新产品的需求，另一方面在面临突发重大动物疫情时，能迅速形成有效的防控力量、满足国家防控需求。

图 11: 公司主要研发模式



数据来源: 公司公告, 中信建投

3 盈利预测与投资建议

考虑今年上半年下游养殖低迷致公司产品销售下降明显，2022 年公司业绩预计同比下降；2023 年下游养殖恢复景气，公司产品需求回升，带动公司业绩增长；2024 年公司产品销量提升带动公司营收及净利润进一步增长。综合考虑，预计公司 2022-2024 年营收分别为 3.33/3.63/3.92 亿元，归母净利润 7712/8547/9396 万元，EPS 为 0.28/0.31/0.34 元/股，对应 PE 分别为 28.43x/25.65x/23.33x，首次覆盖，给予“增持”评级。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	332.59	363.53	332.98	363.17	392.14
YOY(%)	0.33	9.30	-8.40	9.07	7.98
净利润(百万元)	80.22	91.34	77.12	85.47	93.96
YOY(%)	26.43	13.86	-15.57	10.82	9.94
毛利率(%)	65.78	67.43	65.55	66.69	66.35
净利率(%)	24.12	25.13	23.16	23.53	23.96
ROE(%)	11.59	12.95	10.48	11.10	11.64
EPS(摊薄/元)	0.29	0.33	0.28	0.31	0.34
P/E(倍)	27.33	24.00	28.43	25.65	23.33
P/B(倍)	3.17	3.11	2.98	2.85	2.72

数据来源：Wind，中信建投

4 风险分析

下游畜禽养殖业波动导致业绩波动的风险。公司主要产品为兽用疫苗，主要用于下游畜禽养殖业动物疫病的防治。下游养殖业存栏数量的下降直接影响兽用疫苗的需求量，进而导致公司业绩发生波动。①假设公司猪瘟疫苗系列销售收入同比变动分别为-8%/+5%/+5%，公司营收较本盈利预测变动为-2.52%/-6.31%/-9.02%，净利润较本盈利预测变动分别为-3.96%/-9.76%/-13.52%。②假设公司禽用疫苗系列销售收入同比变动分别为-13%/+2%/+2%，公司营收较本盈利预测变动为-1.12%/-1.97%/-2.76%，净利润较本盈利预测变动分别为+0.31%/+0.53%/+0.63%。

国家对高致病性禽流感疫苗的采购政策变化风险、产品质量风险、经销商管理风险、发生生物安全事故的风险、产品研发风险、合作研发和技术引进不可持续的风险等。

分析师介绍

王明琦

中信建投证券农林牧渔&宠物消费行业首席分析师，上海交通大学硕士，深度覆盖养殖、动保、种业、饲料和宠物全产业链等细分赛道；2021 年加入中信建投证券研究发展部，曾任职于方正证券研究所，作为核心成员入围 2020 年卖方分析师水晶球奖公募榜单。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
弱于大市		相对跌幅 10% 以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务
 中心 B 座 22 层
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk