

## 业绩承压持续转型, 产品矩阵逐步丰富

### 投资要点

- 业绩总结:** 2022年公司实现营业收入3.3亿元, 同比减少8.3%, 归母净利润为6109.8万元, 同比减少44.6%, 扣非后归母净利润为5077万元, 同比减少48.4%。单四季度实现营收0.4亿元, 同比减少51.2%, 归母净利润为-1126.6万元, 同比减少161.5%。23年一季度公司实现营收8185.2万元, 同比减少8.1%, 归母净利润为1586.8万元, 同比减少33.7%, 扣非后归母净利润为1351.8万元, 同比减少33.5%。
- 点评:** 报告期内公司业绩承压主要系因为: 1) 下游养殖景气低迷, 产品销售端面临压力; 2) 从费用角度来看, 销售费用7311.6万元, 同比增长15.4%, 系因2022年公司开展并加大“泰吉联”、“联圆净”等产品的市场拓展力度; 研发费用3903.9万元, 同比增长11.7%, 在研产品顺利推进, 同时积极开展mRNA疫苗新技术的研发工作, 未来产品品类有望更加丰富, 长期发展向好。
- 动保重视程度提高, 公司产品矩阵日益丰富。** 2022年全国生猪出栏7亿头, 十家上市生猪养殖企业出栏量合计达1.2亿头, 占比达17%左右, 相较于21年提升3个百分点, 另一方面新版GMP正式实施, 提高兽药行业准入门槛, 淘汰落后产能。22年Q4-23年Q1北方城市出现非瘟散点复发的现象, 养殖企业需进一步提高防疫水平, 重视生物安全防护。公司持续推进研发, 不断扩充产品多样性, 报告期内公司与兰研所签署《口蹄疫等动物疫病疫苗产品合作开发框架协议》, 双方同意在口蹄疫、圆环、塞内卡等重大动物疫病方面共同进行开发; 猪圆环病毒2型亚单位疫苗(重组杆状病毒OKM株)取得兽药产品批准文号, 该产品为国内第二个获得新兽药证书的杆状病毒载体基因工程亚单位疫苗, 公司与南京农业大学等单位联合研发, 产品抗原纯度高, 交叉保护性强。
- 持续推进市场化转型, 稳步扩张产能。** 农业农村部办公厅印发的《关于深入推进动物疾病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》中指出, 未来市场发展的方向将以2021年、2022年、2025年为三个重要节点, 逐步全面取消政府采购强免疫苗, 支持市场机制在强免疫苗经销、采购、免疫服务等环节起决定性作用。公司进行销售模式调整, 建立专业的市场化销售队伍和完善的技术服务保障体系, 市场化销售占比明显提升。重点产能扩建包括甘肃省兰州新区投资建设动物疫苗项目, 建成后预计将带来动物活疫苗、动物灭活苗各7000万头份/年的产能扩张, 拟先进行猪圆环疫苗、猪瘟疫苗的生产, 投产后预计年均销售收入增加3.2亿元。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为0.31元、0.49元、0.69元, 对应动态PE分别为24/15/11倍, 维持“买入”评级, 目标价9.3元。
- 风险提示:** 下游养殖端突发疫病、研发进度不及预期等风险。

| 指标/年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
|---------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 328.59  | 427.03  | 597.64 | 747.01 |
| 增长率           | -8.32%  | 29.96%  | 39.95% | 24.99% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 61.10   | 125.66  | 202.95 | 285.27 |
| 增长率           | -44.56% | 105.66% | 61.51% | 40.56% |
| 每股收益EPS(元)    | 0.15    | 0.31    | 0.49   | 0.69   |
| 净资产收益率ROE     | 4.07%   | 7.62%   | 9.95%  | 13.34% |
| PE            | 50      | 24      | 15     | 11     |
| PB            | 2.05    | 1.90    | 1.69   | 1.46   |

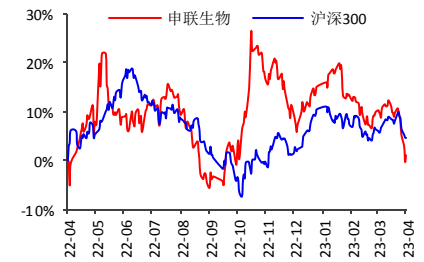
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

分析师: 刘佳宜  
执业证号: S1250522100003  
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)     | 4.11      |
| 流通A股(亿股)    | 4.11      |
| 52周内股价区间(元) | 6.91-9.58 |
| 总市值(亿元)     | 31        |
| 总资产(亿元)     | 16.00     |
| 每股净资产(元)    | 3.68      |

### 相关研究

- 申联生物(688098): 研发奠基, 公司迎市场化、多元化转型升级(2022-11-11)

## 盈利预测

假设：当前生猪养殖规模化发展，动保重视程度提升，未来公司拓宽市场化销售渠道，明确服务与产品相结合的营销优势，预计 2023-2025 年产品均价保持稳定，销量增速为 30%/40%/25%，随公司市场化转型发展，毛利水平将迎来提升，对应毛利分别为 78%/78%/82%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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 |     | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|--------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 兽用生物制品 | 收入  | 327.87  | 426.23  | 596.72  | 745.90  |
|        | 增速  | -8.53%  | 30.00%  | 40.00%  | 25.00%  |
|        | 毛利率 | 75.17%  | 78.00%  | 78.00%  | 82.00%  |
| 其他     | 收入  | 0.72    | 0.79    | 0.91    | 1.09    |
|        | 增速  | 12.50%  | 10.00%  | 15.00%  | 20.00%  |
|        | 毛利率 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 合计     | 收入  | 328.59  | 427.02  | 597.63  | 747.00  |
|        | 增速  | -8.49%  | 29.96%  | 39.95%  | 24.99%  |
|        | 毛利率 | 75.23%  | 78.04%  | 78.03%  | 82.03%  |

数据来源：Wind，西南证券

## 相对估值

我们选取行业中的两家相关公司：中牧股份、普莱柯，二者 2023 年平均 PE 为 27 倍，考虑到公司产品创新、销售渠道拓展，未来成长空间广阔，给予 30 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 9.3 元。

**表 2：可比公司估值**

| 证券代码   | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） |       |       |       | PE（倍） |       |       |       |
|--------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |       | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 600195 | 中牧股份 | 12.97 | 0.54   | 0.63  | 0.77  | 0.87  | 24.02 | 20.59 | 16.84 | 14.91 |
| 603566 | 普莱柯  | 26.31 | 0.49   | 0.78  | 0.98  | 1.19  | 53.69 | 33.73 | 26.85 | 22.11 |
| 平均值    |      |       |        |       |       |       | 38.86 | 27.16 | 21.85 | 18.51 |
| 688098 | 申联生物 | 7.48  | 0.15   | 0.31  | 0.49  | 0.69  | 50    | 24    | 15    | 11    |

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 现金流量表 (百万元)       | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 328.59         | 427.03         | 597.64         | 747.01         | 净利润               | 60.97         | 123.49        | 199.22        | 280.04        |
| 营业成本          | 81.40          | 93.77          | 131.28         | 134.26         | 折旧与摊销             | 56.94         | 92.13         | 96.25         | 98.78         |
| 营业税金及附加       | 3.43           | 4.39           | 6.17           | 7.70           | 财务费用              | -0.95         | -3.12         | -19.93        | -24.92        |
| 销售费用          | 73.12          | 81.14          | 94.43          | 115.79         | 资产减值损失            | 0.01          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 管理费用          | 55.57          | 111.03         | 155.39         | 186.75         | 经营营运资本变动          | -95.34        | -10.19        | -126.24       | -90.97        |
| 财务费用          | -0.95          | -3.12          | -19.93         | -24.92         | 其他                | -12.54        | -9.23         | -11.06        | -10.20        |
| 资产减值损失        | 0.01           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>9.09</b>   | <b>193.08</b> | <b>138.24</b> | <b>252.73</b> |
| 投资收益          | 2.97           | 10.00          | 10.00          | 10.00          | 资本支出              | -15.16        | -10.00        | -10.00        | -10.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.35           | 1.00           | 1.00           | 1.00           | 其他                | 51.17         | -38.65        | 14.22         | -3.41         |
| 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>36.01</b>  | <b>-48.65</b> | <b>4.22</b>   | <b>-13.41</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>75.23</b>   | <b>150.83</b>  | <b>241.31</b>  | <b>338.42</b>  | 短期借款              | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | -0.68          | -4.94          | -4.94          | -4.94          | 长期借款              | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>74.55</b>   | <b>145.90</b>  | <b>236.37</b>  | <b>333.48</b>  | 股权融资              | -6.14         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 13.58          | 22.41          | 37.15          | 53.44          | 支付股利              | -36.96        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 净利润           | 60.97          | 123.49         | 199.22         | 280.04         | 其他                | 6.41          | 2.99          | 19.93         | 24.92         |
| 少数股东损益        | -0.13          | -2.17          | -3.74          | -5.23          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-36.70</b> | <b>2.99</b>   | <b>19.93</b>  | <b>24.92</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 61.10          | 125.66         | 202.95         | 285.27         | <b>现金流量净额</b>     | <b>8.40</b>   | <b>147.42</b> | <b>162.39</b> | <b>264.25</b> |
|               |                |                |                |                |                   |               |               |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 财务分析指标            | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| 货币资金          | 52.74          | 200.16         | 362.55         | 626.79         | <b>成长能力</b>       |               |               |               |               |
| 应收和预付款项       | 232.31         | 243.55         | 356.46         | 451.50         | 销售收入增长率           | -8.32%        | 29.96%        | 39.95%        | 24.99%        |
| 存货            | 115.33         | 125.73         | 179.35         | 182.31         | 营业利润增长率           | -41.54%       | 100.48%       | 59.99%        | 40.24%        |
| 其他流动资产        | 305.12         | 344.77         | 331.56         | 335.96         | 净利润增长率            | -41.63%       | 102.54%       | 61.32%        | 40.57%        |
| 长期股权投资        | 1.58           | 1.58           | 1.58           | 1.58           | EBITDA 增长率        | -23.13%       | 82.78%        | 32.43%        | 29.80%        |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |               |               |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 776.19         | 700.30         | 620.29         | 537.74         | 毛利率               | 75.23%        | 78.04%        | 78.03%        | 82.03%        |
| 无形资产和开发支出     | 95.29          | 89.05          | 82.81          | 76.57          | 三费率               | 38.87%        | 44.27%        | 38.46%        | 37.16%        |
| 其他非流动资产       | 26.53          | 36.53          | 46.53          | 56.53          | 净利率               | 18.56%        | 28.92%        | 33.33%        | 37.49%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>1605.08</b> | <b>1741.66</b> | <b>1981.12</b> | <b>2268.97</b> | ROE               | 4.07%         | 7.62%         | 10.95%        | 13.34%        |
| 短期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 3.80%         | 7.09%         | 10.06%        | 12.34%        |
| 应付和预收款项       | 42.58          | 46.92          | 67.12          | 73.36          | ROIC              | 5.73%         | 11.44%        | 17.23%        | 23.68%        |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 39.93%        | 56.16%        | 53.15%        | 55.19%        |
| 其他负债          | 65.63          | 74.37          | 94.41          | 95.99          | <b>营运能力</b>       |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>108.21</b>  | <b>121.29</b>  | <b>161.54</b>  | <b>169.35</b>  | 总资产周转率            | 0.21          | 0.26          | 0.32          | 0.35          |
| 股本            | 410.64         | 410.64         | 410.64         | 410.64         | 固定资产周转率           | 0.50          | 0.65          | 0.97          | 1.35          |
| 资本公积          | 546.04         | 546.04         | 546.04         | 546.04         | 应收账款周转率           | 1.75          | 1.87          | 2.08          | 1.93          |
| 留存收益          | 540.19         | 665.85         | 868.80         | 1154.08        | 存货周转率             | 0.74          | 0.78          | 0.86          | 0.74          |
| 归属母公司股东权益     | 1496.87        | 1622.53        | 1825.49        | 2110.76        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 80.36%        | —             | —             | —             |
| 少数股东权益        | 0.00           | -2.17          | -5.90          | -11.14         | <b>资本结构</b>       |               |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1496.87</b> | <b>1620.36</b> | <b>1819.58</b> | <b>2099.62</b> | 资产负债率             | 6.74%         | 6.96%         | 8.15%         | 7.46%         |
| 负债和股东权益合计     | 1605.08        | 1741.66        | 1981.12        | 2268.97        | 带息债务/总负债          | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 7.26          | 8.29          | 8.17          | 10.08         |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 6.07          | 7.15          | 6.98          | 8.93          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 60.49%        | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |               |               |               |               |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.15          | 0.31          | 0.49          | 0.69          |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 3.65          | 3.95          | 4.43          | 5.11          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.02          | 0.47          | 0.34          | 0.62          |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.09          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 业绩和估值指标       | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |                   |               |               |               |               |
| EBITDA        | 131.22         | 239.84         | 317.62         | 412.29         |                   |               |               |               |               |
| PE            | 50.27          | 24.44          | 15.13          | 10.77          |                   |               |               |               |               |
| PB            | 2.05           | 1.90           | 1.69           | 1.46           |                   |               |               |               |               |
| PS            | 9.35           | 7.19           | 5.14           | 4.11           |                   |               |               |               |               |
| EV/EBITDA     | 20.48          | 10.38          | 7.34           | 4.98           |                   |               |               |               |               |
| 股息率           | 1.20%          | 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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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  | 销售经理        | 15642960315  | 15642960315     | clw@swsc.com.cn      |
|     | 薛世宇  | 销售经理        | 18502146429  | 18502146429     | xsy@swsc.com.cn      |
|     | 汪艺   | 销售经理        | 13127920536  | 13127920536     | wyfy@swsc.com.cn     |
|     | 岑宇婷  | 销售经理        | 18616243268  | 18616243268     | cyryf@swsc.com.cn    |
|     | 张玉梅  | 销售经理        | 18957157330  | 18957157330     | zymyf@swsc.com.cn    |
|     | 陈阳阳  | 销售经理        | 17863111858  | 17863111858     | cyyfy@swsc.com.cn    |
|     | 李煜   | 销售经理        | 18801732511  | 18801732511     | yfliyu@swsc.com.cn   |
|     | 谭世泽  | 销售经理        | 13122900886  | 13122900886     | tsz@swsc.com.cn      |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309  | bly@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    |
|     | 杨薇   | 高级销售经理      | 15652285702  | 15652285702     | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 胡青璇  | 销售经理        | 18800123955  | 18800123955     | hqx@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.cn  |
|     | 巢语欢  | 销售经理        | 13667084989  | 13667084989     | cyh@swsc.com.cn      |
| 广深  | 郑龔   | 广深销售负责人     | 18825189744  | 18825189744     | zhengyan@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      |
|     | 陈韵然  | 销售经理        | 18208801355  | 18208801355     | cyryf@swsc.com.cn    |
|     | 龚之涵  | 销售经理        | 15808001926  | 15808001926     | gongzh@swsc.com.cn   |
|     | 丁凡   | 销售经理        | 15559989681  | 15559989681     | dingfyf@swsc.com.cn  |