

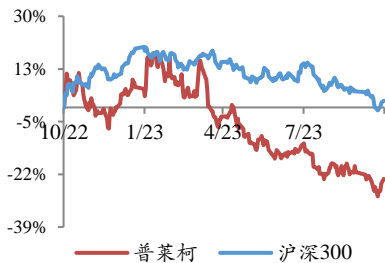
聚焦“大客户+大单品”战略，费用管控持续优化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-31

收盘价(元)	20.41
近12个月最高/最低(元)	31.30/18.88
总股本(百万股)	353
流通股本(百万股)	351
流通股比例(%)	99.52
总市值(亿元)	72
流通市值(亿元)	72

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：万定宇

执业证书号：S0010122030020

邮箱：wandy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 2023Q3 公司实现归母净利 6,306 万元，同比增长 22.82%

公司公布 2023 年三季报：2023 年前三季度实现营业收入 9.3 亿元，同比增长 12.25%，实现归母净利润 1.8 亿元，同比增长 39.78%；其中，2023Q3 实现营业收入 3.1 亿元，同比下降 0.92%，实现归母净利润 6,306 万元，同比增长 22.82%。

分产品看，生物制品前三季度收入 6.3 亿元，其中，猪用疫苗收入 3.3 亿元 (+8.9%)，禽用疫苗及抗体收入 3.0 亿元 (+10.0%)，反刍动物用疫苗收入 90 万；化学药品前三季度收入 2.7 亿元 (+19.7%)，功能性保健品等（宠物用）收入 640 万元 (+322%)。2023Q3，猪用疫苗收入同比减少 3%，猪用化药收入同比减少 25%，禽用疫苗收入同比增长 9.92%，禽用化药收入同比减少 1.02%。

● 聚焦“大客户+大单品”战略，费用管控效果显著

公司持续推行的“大客户”和“大单品”营销策略效果显著，圆支二联增速一直保持 20% 以上，高于猪用疫苗整体收入水平（约 10%），Top30 养猪集团收入同比增长 21%，高于公司猪用产品整体增速（17%），Top30 养殖集团收入占比达到 42%，Top30 养猪集团收入占比持续提高，2023Q3 占公司总体猪用产品收入 64.67%。

费用管控方面，2023 年前三季度销售费用率为 27.23%（同比 -1.87pcts），管理费用率为 6.59%（同比 -1.69pcts），净利率为 19.29%（同比 +3.2pcts），在下游养殖业持续低迷的环境下，公司盈利能力的提升得益于良好的费用管控水平。

● 产品矩阵持续丰富，非瘟疫苗进展顺利

2023 年前三季度，公司研发费用 6,115 万元，同比增长 24.1%。公司自主研发的猪伪狂犬病活疫苗（HN1201-R1 株）即将进入新兽药注册复核检验阶段，有望成为首个获批的猪伪狂犬病流行株活疫苗；公司与兰州兽医研究所合作开发的非洲猪瘟亚单位疫苗项目，按照应急评价的首次专家评审意见完善了相关申报资料并已再次提交审核；与哈尔滨兽医研究所合作开发的高致病性禽流感（H5 型+H7 型）三价亚单位疫苗已提交新兽药注册申请；2023 年 8 月，公司获得鸡传染性鼻炎三价灭活疫苗（A 型 HN3 株+B 型 HN5 株+C 型 SD3 株）新兽药注册证书。此外，公司积极推进生物安全三级实验室

（BSL-3/ABSL-3）的建设，有望年底申请 CNAS 验收。宠物板块，2023Q3 公司完成对乐宠健康和嘻宠网络的收购，宠物业务得到进一步整合；猫三联即将通过应急评价，未来有望成为公司新的业绩增长点。

● 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 13.1 亿元、16.2 亿元、19.7 亿元，同比增长 6.5%、24.0%、21.4%，对应归母净利润 2.17 亿元、

3.37 亿元、4.99 亿元，同比增速为 24.6%、55.3%、48.1%，对应 EPS 分别为 0.61 元、0.95 元、1.41 元，维持“买入”评级。

● **风险提示**

疫苗政策变化；动物疫病；产品研发风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1228	1307	1622	1969
收入同比 (%)	11.8%	6.5%	24.0%	21.4%
归属母公司净利润	174	217	337	499
净利润同比 (%)	-28.7%	24.6%	55.3%	48.1%
毛利率 (%)	62.8%	62.1%	63.5%	67.8%
ROE (%)	6.2%	7.2%	10.0%	13.0%
每股收益 (元)	0.54	0.61	0.95	1.41
P/E	50.67	33.21	21.38	14.44
P/B	3.45	2.39	2.15	1.87
EV/EBITDA	34.36	16.02	9.64	7.23

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1680	1652	2195	2601	
现金	281	409	839	1184	
应收账款	482	314	343	383	
其他应收款	5	19	14	50	
预付账款	6	6	7	9	
存货	190	211	255	249	
其他流动资产	717	693	735	725	
非流动资产	1706	1785	1749	1858	
长期投资	208	220	227	230	
固定资产	635	613	555	484	
无形资产	286	317	321	389	
其他非流动资产	576	634	646	755	
资产总计	3387	3437	3943	4458	
流动负债	554	388	557	574	
短期借款	7	7	7	7	
应付账款	122	60	95	74	
其他流动负债	425	321	455	493	
非流动负债	34	34	34	34	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	34	34	34	34	
负债合计	588	422	591	607	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	353	353	353	353	
资本公积	1329	1329	1329	1329	
留存收益	1117	1334	1671	2169	
归属母公司股东权	2798	3015	3352	3851	
负债和股东权益	3387	3437	3943	4458	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	233	353	693	667	
净利润	174	217	337	499	
折旧摊销	74	171	261	240	
财务费用	0	0	0	0	
投资损失	-6	0	0	0	
营运资金变动	-46	-31	97	-65	
其他经营现金流	257	244	236	556	
投资活动现金流	-956	-225	-262	-323	
资本支出	-356	-210	-200	-330	
长期投资	-626	-14	-62	6	
其他投资现金流	26	-1	1	1	
筹资活动现金流	829	0	0	0	
短期借款	7	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	31	0	0	0	
资本公积增加	855	0	0	0	
其他筹资现金流	-65	0	0	0	
现金净增加额	106	128	430	344	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1228	1307	1622	1969	
营业成本	457	495	592	635	
营业税金及附加	13	14	17	20	
销售费用	365	368	405	466	
管理费用	105	95	104	120	
财务费用	-4	-3	-4	-9	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	-26	0	0	0	
投资净收益	6	0	0	0	
营业利润	183	253	402	596	
营业外收入	2	5	5	8	
营业外支出	1	2	3	1	
利润总额	184	256	404	602	
所得税	10	40	67	104	
净利润	174	217	337	499	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	174	217	337	499	
EBITDA	273	425	661	833	
EPS (元)	0.54	0.61	0.95	1.41	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	11.8%	6.5%	24.0%	21.4%
营业利润	-35.6%	38.3%	58.5%	48.4%
归属于母公司净利	-28.7%	24.6%	55.3%	48.1%
获利能力				
毛利率 (%)	62.8%	62.1%	63.5%	67.8%
净利率 (%)	14.2%	16.6%	20.8%	25.3%
ROE (%)	6.2%	7.2%	10.0%	13.0%
ROIC (%)	6.7%	7.1%	9.9%	12.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	17.4%	12.3%	15.0%	13.6%
净负债比率 (%)	21.0%	14.0%	17.6%	15.8%
流动比率	3.03	4.26	3.94	4.53
速动比率	2.68	3.70	3.47	4.08
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.38	0.41	0.44
应收账款周转率	2.55	4.17	4.73	5.14
应付账款周转率	3.74	8.19	6.24	8.63
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.61	0.95	1.41
每股经营现金流	0.66	1.00	1.96	1.89
每股净资产	7.93	8.54	9.50	10.91
估值比率				
P/E	50.67	33.21	21.38	14.44
P/B	3.45	2.39	2.15	1.87
EV/EBITDA	34.36	16.02	9.64	7.23

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。