

## 逆境中稳健成长，研发投入收获回报

### 投资要点

- 业绩总结:** 2023年公司实现营业收入15.98亿元,同比+4.55%,归母净利润为2.84亿元,同比+34.64%,扣非后归母净利润为2.54亿元,同比+29.74%。单四季度实现营收3.79亿元,同比减少9.76%,归母净利润为-500万元,同比由盈转亏。24年一季度公司实现营收3.48亿元,同比增长-4.42%,归母净利润为1.06亿元,同比增长-1.05%。
- 点评: 逆境中稳健成长,研发投入收获回报。** 2023年是养殖行业历史上最困难的一年,全年生猪价格持续低迷,牛羊价格、奶价处于谷底,养殖企业长期深度亏损,导致动保行业整体经营承压。公司加强与头部客户在产业与资本领域的深度合作,形成更加紧密的组织关系。公司已形成以口蹄疫为基座,多个产品共同增长的健康增长模式,在行业处于周期底部的情况下毛利率持续提升,现金流大幅增长,反应出公司在产品结构改善、提质增效方面的工作卓有成效,整体竞争力和经营质量大幅提升。24Q1养殖行情低迷,收入业绩小幅下滑,但毛利率维持上升趋势,公司经营质量持续提升。
- 养殖业周期反转或带动动保板块量价齐升。** 近年来下游养殖行业持续亏损,市场需求低迷,客户价格敏感,对公司开拓市场造成一定影响。国家统计局数据显示,2024年一季度末,全国生猪存栏40850万头,对比去年同期减少2244万头,同比下降5.2%,创造4年来新低;从生猪存栏量来看,从2023年第三季度开始,已经连续2个季度出现下降,且降幅在快速拉大。2024年一季度末能繁母猪存栏量为3992万头,同比下降7.3%,能繁母猪创4年来新低。产能与存栏的双底预示后续猪价将保持上行通道,且盈利周期预计能持续较长时间。展望2024年,随着养殖端产能持续去化,周期反转或带动动保板块量价齐升。
- 困境中坚持科技创新,为业绩增长提供支撑。** 2023年,公司研发投入2.30亿元,占到营业收入的14.39%。未来五年布局研发管线新苗40多个。报告期内,公司获得布鲁氏菌病活疫苗(Rev.1株)、猪支原体肺炎灭活疫苗(ZY株)2项新兽药注册证书。预计2024年-2025年,小反刍兽疫、牛结节性皮肤病、牛支原体、布病S19、猪瘟E2蛋白亚单位、犬二联、猫三联等疫苗将获批上市,确保公司未来两年的业绩可持续增长。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.34元、0.41元、0.52元,对应动态PE分别为27/22/18倍,维持“持有”评级。
- 风险提示:** 产品研发不及预期、产品销售情况不及预期、养殖业突发疫情等风险。

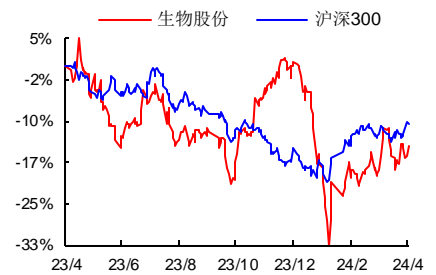
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,598	1,841	2,207	2,637
增长率	4.55%	15.16%	19.89%	19.50%
归属母公司净利润(百万元)	284	382	457	581
增长率	34.64%	34.83%	19.63%	26.98%
每股收益EPS(元)	0.26	0.34	0.41	0.52
净资产收益率ROE	5.28%	6.63%	7.35%	8.54%
PE	41.42	26.78	22.38	17.63
PB	2.25	1.78	1.65	1.51

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: 赵磐  
电话: 010-57758503  
邮箱: zhaopan@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)	11.20
流通A股(亿股)	11.20
52周内股价区间(元)	7.21-11.31
总市值(亿元)	102.40
总资产(亿元)	69.21
每股净资产(元)	4.90

### 相关研究

- 生物股份(600201): 研发推动产品多样化,业绩前景向好(2023-04-23)

## 盈利预测

假设 1：根据当前生猪养殖产能去化及周期发展进度，公司把握龙头优势并不断研发推出新品，预计 2024-2026 年公司兽用生物制品销售量增速为 15%/20%/20%，销售价格不变，毛利率水平为 57%/58%/59%。

假设 2：根据当前能繁母猪数量，预计 24 年生猪出栏将低于 7 亿头左右，受非瘟疫情影响，我们认为 24 年生猪全年生猪平均价格将于 14-20 元/公斤波动，养殖景气度有望提升，动保景气度亦随之提升。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入	1,598.22	1,840.58	2,206.74	2,636.99
	增速	4.55%	15.16%	19.89%	19.50%
	成本	652.24	790.53	925.26	1080.33
	毛利率	59.19%	57.05%	58.07%	59.03%
生物制药	收入	1,470.92	1,691.56	2,029.87	2,435.84
	增速	1.35%	15.00%	20%	20%
	成本	596.38	727	853	999
	毛利率	59.46%	57.00%	58.00%	59.00%
其他业务	收入	89.92	107.90	131.64	151.39
	增速	104.50%	20.00%	22.00%	15.00%
	成本	22.84	27	33	38
	毛利率	74.60%	75.00%	75.00%	75.00%
其他收入	收入	37.38	41.12	45.23	49.75
	增速	11.98%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	33.02	36.18	39.80	43.78
	毛利率	11.66%	12.00%	12.00%	12.00%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2024-2026 年归母净利润为 3.8/4.6/5.8 亿元，对应动态 PE 分别为 27/22/18 倍，维持“持有”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,598	1,841	2,207	2,637	净利润	277	375	443	567
营业成本	652	791	925	1,080	折旧与摊销	190	189	191	193
营业税金及附加	23	26	32	38	财务费用	-32	0	0	0
销售费用	342	376	450	547	资产减值损失	58	-2	-1	-2
管理费用	153	156	194	236	经营营运资本变动	-71	-103	-171	-91
财务费用	-56	14	13	0	其他	-6	-66	-65	0
资产减值损失	-36	2	1	2	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>415</b>	<b>393</b>	<b>397</b>	<b>667</b>
投资收益	-2	17	15	0	资本支出	-273	-198	-212	-204
公允价值变动损益	-6	50	50	0	其他	-467	-34	15	1
其他经营损益	40	47	55	0	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-740</b>	<b>-232</b>	<b>-197</b>	<b>-203</b>
<b>营业利润</b>	<b>315</b>	<b>427</b>	<b>517</b>	<b>651</b>	短期借款	-10	0	0	-3
其他非经营损益	1	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>316</b>	<b>427</b>	<b>517</b>	<b>651</b>	股权融资	17	11	0	0
所得税	39	52	74	84	支付股利	-67	0	0	0
净利润	277	375	443	567	其他	171	-3	0	0
少数股东损益	-7	-7	-14	-14	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>111</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>
归属母公司股东净利润	284	382	457	581	<b>现金流量净额</b>	<b>-214</b>	<b>169</b>	<b>200</b>	<b>460</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,712	1,882	2,082	2,542	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	887	933	1,178	1,402	销售收入增长率	4.55%	15.16%	19.89%	19.50%
存货	322	382	452	528	营业利润增长率	23.56%	35.54%	21.12%	25.79%
其他流动资产	24	24	24	24	净利润增长率	34.64%	34.83%	19.63%	26.98%
长期股权投资	266	265	265	264	EBITDA 增长率	-1.02%	31.46%	14.35%	17.06%
投资性房地产	100	97	93	89	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1,883	1,930	1,988	2,040	毛利率	59.19%	57.05%	58.07%	59.03%
无形资产和开发支出	729	728	723	716	三费率	27.45%	29.68%	29.74%	29.69%
其他非流动资产	621	672	672	672	净利率	17.34%	20.38%	20.09%	21.49%
<b>资产总计</b>	<b>6,873</b>	<b>7,221</b>	<b>7,770</b>	<b>8,547</b>	ROE	5.28%	6.63%	7.35%	8.54%
短期借款	0	0	0	-3	ROA	4.13%	5.30%	5.89%	6.80%
应付和预收款项	325	403	470	546	ROIC	4.50%	6.40%	7.00%	8.03%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	30.00%	34.25%	32.66%	32.00%
其他负债	893	773	811	950	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1,218</b>	<b>1,176</b>	<b>1,282</b>	<b>1,493</b>	总资产周转率	0.24	0.26	0.29	0.32
股本	1,120	1,120	1,120	1,120	固定资产周转率	1.01	1.25	1.61	2.09
资本公积	892	903	903	903	应收账款周转率	1.97	2.11	2.20	2.15
留存收益	3,673	4,055	4,513	5,094	存货周转率	1.99	2.24	2.22	2.21
归属母公司股东权益	5,367	5,764	6,221	6,802	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	288	281	267	252	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5,655</b>	<b>6,045</b>	<b>6,488</b>	<b>7,055</b>	资产负债率	17.72%	16.29%	16.50%	17.47%
负债和股东权益合计	6,873	7,221	7,770	8,547	带息债务/总负债	0.35%	0.37%	0.34%	0.07%
					流动比率	3.59	4.10	4.20	4.09
					速动比率	3.16	3.58	3.66	3.58
					股利支付率	31.51%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	479	630	721	844	每股收益	0.26	0.34	0.41	0.52
PE	41	27	22	18	每股净资产	4.79	5.14	5.55	6.07
PB	2	2	2	2	每股经营现金	0.37	0.35	0.35	0.60
PS	8	6	5	4	每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	22	13	11	9					
股息率	0.74%	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  
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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---