

行业竞争加剧, 创新驱动厚积薄发

投资要点

- 业绩总结:** 2024年公司实现营业收入12.55亿元, 同比降低21.45%, 归母净利润为1.09亿元, 同比降低61.57%。2025年第一季度公司实现营业收入3.52亿元, 同比增长1.06%; 归属于上市公司股东的净利润0.76亿元, 同比降低27.57%。
- 点评: 行业低谷期业绩承压, 调整策略主动竞争。** 2024年, 受养殖行业周期深度调整及产能去化影响, 下游客户降本诉求强烈, 动保行业竞争加剧, 产品价格下降导致公司整体经营承压, 营收及利润均出现下滑。面对挑战, 公司调整营销策略, 主动参与市场竞争以稳固市场份额。盈利能力有所下滑, 费用管控显现。受产品价格下降影响, 公司整体毛利率承压, 2024年生物制药业务毛利率为54.66%, 同比减少4.57个百分点。公司加强费用管控, 销售费用、管理费用、研发费用均同比下降。
- 养殖行业公司资金压力降低或提升动保产品采购意愿。** 2024年公司各业务板块表现分化, 反刍业务显韧性, 新品提供增长潜力。猪用疫苗方面行业竞争激烈导致猪苗板块整体承压。口蹄疫疫苗作为公司基石产品, 市占率保持稳定, 但面临价格压力。猪圆环疫苗凭借产品品质实现销量同比大幅上涨52.17%, 但价格同样承压。猪伪狂犬活疫苗销量同比增长28.25%。猪瘟、圆支二联等产品销量有所下滑。反刍疫苗在下游养殖行情低迷背景下仍具韧性。公司在布病防控领域具备多品类组合和差异化竞争优势, 但受政府招标采购节奏等因素影响, 布病疫苗销量同比下滑1.88%。2024年全年生猪价格较好, 生猪养殖企业资金情况改善, 预计带动动保等后周期板块收益。
- 坚持高研发投入, 技术创新构筑核心竞争力。** 2024年公司研发投入1.79亿元, 占营业收入比例达14.25%。公司在非瘟疫苗研发方面取得重大突破, 安全性及有效性达到农业农村部指导原则标准。基因工程亚单位疫苗生产线和mRNA疫苗生产线通过GMP静态验收, 后者为国内首家。2024年取得猪瘟基因工程亚单位疫苗、布鲁氏菌病活疫苗(S19株)等4项新兽药注册证书和4项产品生产批文。持续的研发投入和丰富的产品管线为公司长期发展奠定基础。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年EPS分别为0.23元、0.28元、0.33元, 对应动态PE分别为30/25/21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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,255	1,500	1,749	2,024
增长率	-21.45%	19.44%	16.64%	15.71%
归属母公司净利润(百万元)	109	260	311	368
增长率	-61.57%	138.27%	19.93%	18.26%
每股收益EPS(元)	0.10	0.23	0.28	0.33
净资产收益率ROE	2.05%	4.78%	5.51%	6.23%
PE	68.60	29.90	24.93	21.08
PB	1.45	1.43	1.37	1.31

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

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)	5.67-10.83
总市值(亿元)	77.64
总资产(亿元)	66.99
每股净资产(元)	4.73

相关研究

- 生物股份(600201): 逆境中稳健成长, 研发投入收获回报 (2024-05-05)

盈利预测

假设 1: 根据当前生猪养殖产能及周期发展进度, 公司把握龙头优势并不断研发推出新品, 预计 2025-2027 年公司兽用生物制品销售量增速为 15%/15%/15%。

假设 2: 2024 年全年生猪均价约 17 元/公斤, 养殖企业资金情况好转, 后周期板块受益, 预计 2025 年动保景气度提升。预计 2025-2027 年公司兽用生物制品销售价格增速为 4%/2%/1%, 毛利率水平为 57%/59%/60%。

基于以上假设, 我们预测公司 2025-2027 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		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入	1,255.46	1,499.55	1,749.08	2,023.84
	增速	-21.45%	19.44%	16.64%	15.71%
	成本	579.32	658.60	733.99	829.03
	毛利率	53.86%	56.08%	58.04%	59.04%
生物制药	收入	1,185.41	1,422.49	1,664.32	1,930.61
	增速	-19.41%	20.00%	17%	16%
	成本	537.44	612	682	772
	毛利率	54.66%	57.00%	59.00%	60.00%
其他业务	收入	30.13	33.14	36.46	40.10
	增速	-66.49%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	6.34	8	9	10
	毛利率	78.96%	75.00%	75.00%	75.00%
其他收入	收入	39.92	43.91	48.30	53.13
	增速	6.80%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	35.54	38.64	42.51	46.76
	毛利率	10.97%	12.00%	12.00%	12.00%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,255	1,500	1,749	2,024	净利润	104	249	300	354
营业成本	579	659	734	829	折旧与摊销	218	168	177	187
营业税金及附加	22	23	28	33	财务费用	-44	0	0	0
销售费用	289	317	381	445	资产减值损失	62	0	0	0
管理费用	143	146	179	212	经营营运资本变动	-59	-143	-45	-98
财务费用	-50	-45	-45	-55	其他	9	7	8	11
资产减值损失	-31	0	0	0	经营活动现金流净额	290	282	441	453
投资收益	-12	-7	-9	-13	资本支出	-89	-86	-98	-98
公允价值变动损益	3	0	0	0	其他	-364	-56	-9	-13
其他经营损益	58	46	60	75	投资活动现金流净额	-453	-142	-108	-111
营业利润	125	296	353	420	短期借款	15	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
利润总额	125	296	353	420	股权融资	0	0	0	0
所得税	21	47	53	66	支付股利	-89	-79	-95	-112
净利润	104	249	300	354	其他	-1	-64	0	0
少数股东损益	-5	-10	-11	-15	筹资活动现金流净额	-75	-143	-95	-112
归属母公司股东净利润	109	260	311	368	现金流量净额	-239	-4	238	231
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,140	1,135	1,374	1,604	成长能力				
应收和预付款项	656	809	942	1,079	销售收入增长率	-21.45%	19.44%	16.64%	15.71%
存货	295	326	366	415	营业利润增长率	-60.45%	137.67%	19.11%	18.97%
其他流动资产	31	31	31	31	净利润增长率	-61.57%	138.27%	19.93%	18.26%
长期股权投资	272	272	272	272	EBITDA 增长率	-34.66%	33.61%	15.83%	13.80%
投资性房地产	98	98	98	98	获利能力				
固定资产和在建工程	1,822	1,755	1,678	1,591	毛利率	53.86%	56.08%	58.04%	59.04%
无形资产和开发支出	653	640	640	640	三费率	30.48%	27.91%	29.46%	29.77%
其他非流动资产	1,421	1,469	1,469	1,469	净利率	8.30%	16.64%	17.17%	17.47%
资产总计	6,765	6,919	7,256	7,595	ROE	2.05%	4.78%	5.51%	6.23%
短期借款	15	15	15	15	ROA	1.53%	3.65%	4.24%	4.76%
应付和预收款项	296	335	371	422	ROIC	1.46%	3.81%	4.55%	5.13%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	24.96%	27.92%	27.72%	27.27%
其他负债	1,038	1,041	1,136	1,183	营运能力				
负债合计	1,349	1,391	1,522	1,620	总资产周转率	0.18	0.22	0.25	0.27
股本	1,120	1,120	1,120	1,120	固定资产周转率	0.80	0.94	1.15	1.41
资本公积	765	765	765	765	应收账款周转率	1.68	2.14	2.09	2.08
留存收益	3,693	3,874	4,091	4,347	存货周转率	1.88	2.12	2.12	2.12
归属母公司股东权益	5,314	5,437	5,654	5,911	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	101	91	80	65	资本结构				
股东权益合计	5,415	5,528	5,734	5,976	资产负债率	19.95%	20.10%	20.98%	21.32%
负债和股东权益合计	6,765	6,919	7,256	7,595	带息债务/总负债	1.31%	1.27%	1.16%	1.09%
					流动比率	3.02	3.08	3.09	3.21
					速动比率	2.56	2.60	2.63	2.75
					股利支付率	30.33%	30.33%	30.33%	30.33%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	313	419	485	552	每股收益	0.10	0.23	0.28	0.33
PE	69	30	25	21	每股净资产	4.74	4.85	5.05	5.28
PB	1	1	1	1	每股经营现金	0.26	0.25	0.39	0.40
PS	6	5	4	4	每股股利	0.03	0.07	0.08	0.10
EV/EBITDA	21	16	13	11					
股息率	0.44%	1.01%	1.22%	1.44%					

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

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

西南证券研究院

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
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn