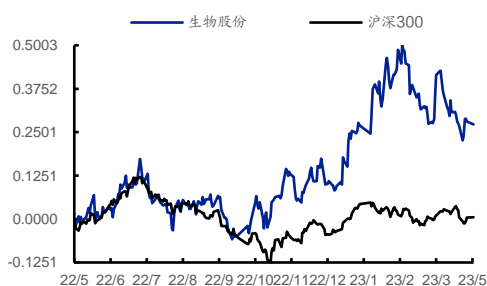


研究所  
 证券分析师：程一胜 S0350521070001  
 chengys01@ghzq.com.cn  
 证券分析师：熊子兴 S0350522100002  
 xiongzx@ghzq.com.cn

## 一季度业绩重回增长轨道，非洲猪瘟疫苗研发多点开花

### ——生物股份（600201）2022年年报及2023年一季度点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
生物股份	-10.8%	-8.3%	27.0%
沪深300	-1.8%	-2.7%	0.3%

#### 市场数据

市场数据	2023/05/04
当前价格(元)	10.69
52周价格区间(元)	7.67-12.66
总市值(百万)	11,976.75
流通市值(百万)	11,976.75
总股本(万股)	112,036.92
流通股本(万股)	112,036.92
日均成交额(百万)	117.52
近一月换手(%)	1.45

#### 事件：

生物股份发布 2022 年年报和 2023 年一季报：2022 年公司实现营业收入 15.29 亿元，同比下滑 13.94%，归母净利润 2.11 亿元，同比下降 44.9%。2023Q1 实现营业收入 3.64 亿元，同比增长 6.5%，归母净利润 1.07 亿元，同比增长 31.8%。

#### 投资要点：

- 下游亏损导致 2022 年业绩下滑，2023 年重回增长轨道。**受 2022 年上半年下游生猪养殖企业深度亏损的影响，公司经营压力加大。2022 年，生物制药业务实现销售收入 14.51 亿元，同比下降 15.5%。公司调整经营策略，与下游客户共度难艰，导致毛利率下降 7.4 个百分点。今年一季度全国生猪平均价格高于去年同期，公司营业收入和归母净利润同比均出现增长。毛利率同比提升 4.5 个百分点，净利率同比提升 5.7 个百分点。2023 年一季度公司盈利能力全面修复。
- 非口蹄疫疫苗增长迅速，产品矩阵不断完善。**2022 年，公司布病疫苗、猪圆环疫苗、猪伪狂犬疫苗销售量分别同比增长 51.1%、29.4% 和 78.2%。随着非口蹄疫疫苗销售量的快速增长，公司产品矩阵不断丰富，口蹄疫疫苗收入占比有望逐年降低。
- 非洲猪瘟亚单位疫苗已申报应急评价，mRNA 疫苗取得一定进展。**据 2022 年年报，公司与中国科学院生物物理研究所等单位联合研制的非洲猪瘟亚单位疫苗已正式向农业农村部提交非洲猪瘟亚单位疫苗应急评审材料。该疫苗在安全性和有效性上，经过多轮动物试验验证，展示了良好的安全性和保护效果。此外，公司在非洲猪瘟 mRNA 疫苗技术路径研发方面，与国内外一流高校及科研机构进行联合研发。mRNA 疫苗具有免疫原性强、安全性高、工艺简单等优点。公司对筛选出的非洲猪瘟病毒抗原蛋白进行 mRNA 疫苗表达验证以及本动物试验，多个靶点上展现了良好的保护效果。
- 盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 18.33、22.32、26.98 亿元，同比增长 19.89%、21.80%、20.85%；

实现归母净利润 3.70、4.75、6.00 亿元，同比增长 75.68%、28.42%、26.33%。对应当前股价 PE 分别为 32、25、20 倍。公司是老牌动保企业，随着产品矩阵不断丰富，业绩有望重回增长轨道。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：** 畜禽价格大幅下降风险、重大动物疫病风险、非洲猪瘟亚单位疫苗推进不及预期、行业竞争加剧、产品研发及产品质量风险、盈利能力下降。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1529	1833	2232	2698
增长率（%）	-14	20	22	21
归母净利润（百万元）	211	370	475	600
增长率（%）	-45	76	28	26
摊薄每股收益（元）	0.19	0.33	0.42	0.54
ROE（%）	4	7	8	9
P/E	47.42	32.36	25.20	19.95
P/B	1.99	2.20	2.02	1.84
P/S	6.60	6.53	5.37	4.44
EV/EBITDA	17.96	14.90	12.01	9.35

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：生物股份盈利预测表

证券代码:	600201				股价:	10.69				投资评级:	买入 (首次覆盖)				日期:	2023/05/04			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	4%	7%	8%	9%	EPS	0.19	0.33	0.42	0.54										
毛利率	55%	59%	60%	62%	BVPS	4.53	4.86	5.28	5.82										
期间费率	25%	27%	27%	27%	<b>估值</b>														
销售净利率	14%	20%	21%	22%	P/E	47.42	32.36	25.20	19.95										
<b>成长能力</b>					P/B	1.99	2.20	2.02	1.84										
收入增长率	-14%	20%	22%	21%	P/S	6.60	6.53	5.37	4.44										
利润增长率	-45%	76%	28%	26%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
总资产周转率	0.24	0.27	0.30	0.33	营业收入	1529	1833	2232	2698										
应收账款周转率	2.00	2.25	2.27	2.42	营业成本	685	746	882	1036										
存货周转率	4.58	6.18	5.73	5.84	营业税金及附加	22	27	33	39										
<b>偿债能力</b>					销售费用	294	348	424	513										
资产负债率	16%	15%	16%	17%	管理费用	127	161	196	237										
流动比	4.07	4.86	4.78	4.87	财务费用	-46	-21	-28	-34										
速动比	3.52	4.36	4.28	4.38	其他费用/(-收入)	134	174	212	256										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	255	434	557	704										
现金及现金等价物	1452	1981	2457	3225	营业外净收支	-10	1	1	1										
应收款项	817	833	1003	1141	利润总额	246	435	558	705										
存货净额	333	296	390	462	所得税费用	45	61	78	99										
其他流动资产	78	29	88	45	净利润	200	374	480	607										
<b>流动资产合计</b>	<b>2681</b>	<b>3140</b>	<b>3937</b>	<b>4873</b>	少数股东损益	-11	4	5	6										
固定资产	1642	1638	1565	1466	归属于母公司净利润	211	370	475	600										
在建工程	152	86	62	56	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
无形资产及其他	1648	1620	1577	1529	经营活动现金流	345	676	580	865										
长期股权投资	267	267	267	267	净利润	211	370	475	600										
<b>资产总计</b>	<b>6389</b>	<b>6750</b>	<b>7407</b>	<b>8191</b>	少数股东权益	-11	4	5	6										
短期借款	10	27	55	87	折旧摊销	200	263	272	280										
应付款项	354	304	401	485	公允价值变动	5	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-120	40	-172	-22										
其他流动负债	294	314	367	428	投资活动现金流	177	-164	-130	-127										
<b>流动负债合计</b>	<b>659</b>	<b>646</b>	<b>823</b>	<b>1000</b>	资本支出	-190	-164	-130	-127										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	10	0	0	0										
其他长期负债	381	381	381	381	其他	357	0	0	0										
<b>长期负债合计</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	筹资活动现金流	-437	17	26	30										
<b>负债合计</b>	<b>1040</b>	<b>1027</b>	<b>1204</b>	<b>1381</b>	债务融资	60	17	27	32										
股本	1120	1120	1120	1120	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	5350	5724	6204	6810	其它	-497	-1	-1	-2										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6389</b>	<b>6750</b>	<b>7407</b>	<b>8191</b>	现金净增加额	84	529	476	768										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【农业小组介绍】

程一胜，农业首席分析师，上海财经大学硕士，曾先后就职于中银证券和方正证券。2022 年 Choice 最佳分析师第 2 名；2022 年中国证券业分析师金牛奖第 4 名；2022 年卖方分析师水晶球奖总榜单第 5 名（公募榜单第 4 名），2020 年水晶球公募榜单第 5 名；2022 年新浪财经金麒麟最佳分析师第 5 名；2022 年第 20 届新财富最佳分析师第 6 名。

熊子兴，研究生毕业于美国福特汉姆大学，本科毕业于湖南大学，曾在方正证券和国元证券从事农业研究，目前主要覆盖动保、生猪板块。

王思言，研究生毕业于格拉斯哥大学，本科毕业于中国人民大学，覆盖养殖、饲料、宠物板块。

## 【分析师承诺】

程一胜，熊子兴，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。