

研发推动产品多样化, 业绩前景向好

投资要点

- **业绩总结:** 2022年公司实现营业收入15.3亿元, 同比减少13.9%, 归母净利润为2.1亿元, 同比减少44.9%, 扣非后归母净利润为2亿元, 同比减少47.1%。单四季度实现营收4.2亿元, 同比减少4%, 归母净利润为60.4万元, 同比增长101.7%。23年一季度公司实现营收3.6亿元, 同比增长6.5%, 归母净利润为1.1亿元, 同比增长31.8%, 扣非后归母净利润1亿元, 同比增长12.2%。
- **点评:** 公司22年业绩出现同比下滑主要是上半年生猪养殖企业深度亏损, 经营压力加大, 为与下游客户共度难关, 公司调整经营策略所致, 22年全年生物制药业务实现营收14.5亿元, 同比减少15.5%, 毛利率为55.4%, 同比下降7.4个百分点, 单四季度来看销售毛利率为59.6%, 已经有所恢复, 23年Q1销售净利率为30.3%, 进一步提升。未来生物安全重要性进一步体现, 业绩有望迎增长。
- **动保重视程度不断提高, 行业集中度提升, 公司把握产品优势。** 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。2020年6月实施新版《兽药GMP验收评定标准》, 提高兽药生产准入门槛, 避免低水平重复建设和产能过剩, 规定明确兽药生产企业须在2022年6月1日前通过新版审核标准后方可继续生产经营, 落后产能将被市场淘汰。猪用口蹄疫疫苗是公司的核心产品, 市场份额连续多年位居国内动物疫苗行业前列, 且疫苗生产行业壁垒高、公司拥有先进的研发技术与条件, 共同保障了其市场地位。公司丰富产品矩阵包含布病疫苗、猪圆环疫苗、猪伪狂犬疫苗等, 公司根据客户在非洲猪瘟常态化下的防疫痛点, 提出“组合免疫”和“无针注射”的防非免疫方案, 通过推广“口蹄疫+伪狂犬+猪瘟”等组合免疫策略为客户创造价值, 也推进了非强免产品的销售额增长, 公司把握行业发展趋势, 多产品协同增长, 进一步扩大市场占有率。
- **注重研发创新, 为业绩增长提供支撑。** 2022年公司获得新兽药注册证书2个, 产品批准文号9个, 发明专利9项。公司研发投入2亿元, 占营业收入的比重达到13.3%, 公司进行非洲猪瘟单基因缺失疫苗、双基因缺失疫苗及多基因缺失疫苗的实验及评价工作, 积累了大量实验数据。公司与国内外一流高校及科研机构进行联合研发, 聚焦于非洲猪瘟疫苗有效性抗原筛选、核酸疫苗核心技术工艺突破等方面。此外, 公司在非洲猪瘟亚单位疫苗、活载体疫苗、表位肽疫苗研究路线上都开展了研究及实验工作, 并取得一定成果。若未来非瘟疫苗实现商业化, 公司有望发挥竞争优势, 获得业绩提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为0.31元、0.41元、0.49元, 对应动态PE分别为34/26/22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。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1528.67	1754.14	2096.45	2406.24
增长率	-13.94%	14.75%	19.51%	14.78%
归属母公司净利润(百万元)	210.68	350.13	455.88	543.63
增长率	-44.89%	66.19%	30.20%	19.25%
每股收益EPS(元)	0.19	0.31	0.41	0.49
净资产收益率ROE	3.74%	5.90%	7.21%	8.03%
PE	57	34.3	26.3	22.1
PB	2.37	2.23	2.08	1.93

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: 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)	7.75-12.6
总市值(亿元)	119.99
总资产(亿元)	67.16
每股净资产(元)	4.75

相关研究

1. 生物股份(600201): Q3业绩环比改善, 丰富产品矩阵推动发展 (2022-11-01)
2. 生物股份(600201): 短期业绩承压, 未来需求有望回暖 (2022-08-30)
3. 生物股份(600201): 短期业绩承压, 科研蓄力助长期发展 (2022-04-22)

盈利预测

假设 1: 根据当前生猪养殖价格、非洲猪瘟 22 年 Q4-23 年 Q1 在北方城市散点复发等情况, 以及未来养殖行业产能去化的可能, 公司把握龙头优势并不断研发推出新品, 预计 2023-2025 年公司兽用生物制品销售量增速为 15%/20%/15%, 毛利率水平为 62%/64%/64%。

假设 2: 根据当前能繁母猪数量, 预计 23 年生猪出栏仍维持 7 亿头左右, 受非瘟疫情影响, 我们认为 23 年生猪全年生猪平均价格将于 16-18 元/公斤波动, 进而推动产能去化, 24 年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 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
生物制品	收入	1451.32	1669.0	2002.8	2303.2
	增速	-4.4%	15.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	56.0%	62.0%	64.0%	64.0%
其他	收入	77.38	85.1	93.6	103.0
	增速	20.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	62.1%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	1528.7	1754.1	2096.5	2406.2
	增速	-13.9%	14.7%	19.5%	14.8%
	毛利率	55.2%	61.4%	63.4%	63.4%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2023-2025 年归母净利润为 3.5/4.6/5.4 亿元, 对应动态 PE 分别为 34/26/22 倍, 维持“持有”评级。

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	1528.67	1754.14	2096.45	2406.24	净利润	200.14	332.62	433.08	516.44
营业成本	685.28	676.79	767.83	880.66	折旧与摊销	199.21	132.60	132.60	132.60
营业税金及附加	22.26	25.17	29.85	34.61	财务费用	-46.03	-4.83	-6.01	-7.22
销售费用	294.37	342.06	408.81	457.19	资产减值损失	-77.04	15.00	15.00	15.00
管理费用	127.39	333.29	398.33	433.12	经营营运资本变动	-15.70	-76.25	-179.72	-158.90
财务费用	-46.03	-4.83	-6.01	-7.22	其他	84.06	-23.02	-30.29	-25.90
资产减值损失	-77.04	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	344.65	376.13	364.66	472.03
投资收益	-5.31	15.00	15.00	15.00	资本支出	-69.14	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	-4.50	0.00	0.00	0.00	其他	245.75	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	176.62	-15.00	-15.00	-15.00
营业利润	255.10	381.66	497.66	607.88	短期借款	10.01	-10.01	0.00	0.00
其他非经营损益	-9.51	-4.15	-5.02	-6.23	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	245.58	377.52	492.64	601.65	股权融资	-64.87	0.00	0.00	0.00
所得税	45.44	44.90	59.56	85.21	支付股利	-120.54	-42.14	-70.03	-91.18
净利润	200.14	332.62	433.08	516.44	其他	-261.90	4.70	6.01	7.22
少数股东损益	-10.53	-17.51	-22.80	-27.18	筹资活动现金流净额	-437.29	-47.45	-64.01	-83.96
归属母公司股东净利润	210.68	350.13	455.88	543.63	现金流量净额	84.07	313.68	285.65	373.07
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	1405.44	1719.12	2004.77	2377.84	成长能力				
应收和预付款项	875.50	871.16	1075.90	1267.98	销售收入增长率	-13.94%	14.75%	19.51%	14.78%
存货	333.46	323.76	370.84	424.36	营业利润增长率	-38.48%	49.61%	30.39%	22.15%
其他流动资产	66.28	69.13	73.46	77.38	净利润增长率	-48.55%	66.19%	30.20%	19.25%
长期股权投资	266.85	266.85	266.85	266.85	EBITDA 增长率	-27.80%	24.78%	22.54%	17.46%
投资性房地产	103.81	103.81	103.81	103.81	获利能力				
固定资产和在建工程	1793.35	1710.71	1628.07	1545.44	毛利率	55.17%	61.42%	63.37%	63.40%
无形资产和开发支出	698.01	678.17	658.34	638.51	三费率	24.58%	38.22%	38.21%	36.70%
其他非流动资产	846.64	846.50	846.37	846.24	净利率	13.09%	18.96%	20.66%	21.46%
资产总计	6389.34	6589.22	7028.43	7548.40	ROE	3.74%	5.90%	7.21%	8.03%
短期借款	10.01	0.00	0.00	0.00	ROA	3.13%	5.05%	6.16%	6.84%
应付和预收款项	445.45	451.10	511.56	586.82	ROIC	5.29%	10.48%	13.20%	15.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.71%	29.04%	29.78%	30.47%
其他负债	584.22	497.57	513.26	532.71	营运能力				
负债合计	1039.68	948.67	1024.82	1119.53	总资产周转率	0.24	0.27	0.31	0.33
股本	1120.37	1120.37	1120.37	1120.37	固定资产周转率	0.92	1.11	1.42	1.77
资本公积	834.30	834.30	834.30	834.30	应收账款周转率	2.05	2.31	2.48	2.36
留存收益	3456.43	3764.42	4150.27	4602.73	存货周转率	2.07	2.04	2.18	2.20
归属母公司股东权益	5072.20	5380.60	5766.46	6218.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.90%	—	—	—
少数股东权益	277.45	259.95	237.15	209.96	资本结构				
股东权益合计	5349.66	5640.55	6003.61	6428.88	资产负债率	16.27%	14.40%	14.58%	14.83%
负债和股东权益合计	6389.34	6589.22	7028.43	7548.40	带息债务/总负债	0.96%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.07	5.25	5.47	5.62
					速动比率	3.56	4.68	4.90	5.04
					股利支付率	57.21%	12.03%	15.36%	16.77%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.31	0.41	0.49
					每股净资产	4.53	4.80	5.15	5.55
					每股经营现金	0.31	0.34	0.33	0.42
					每股股利	0.11	0.04	0.06	0.08
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	408.28	509.44	624.25	733.26					
PE	56.96	34.27	26.32	22.07					
PB	2.37	2.23	2.08	1.93					
PS	7.85	6.84	5.72	4.99					
EV/EBITDA	23.02	17.82	14.08	11.48					
股息率	1.00%	0.35%	0.58%	0.76%					

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	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@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
	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	cyrif@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