

生物股份 (600201.SH)

买入

2022 年报及 2023 一季报点评：23Q1 归母净利同比+32%，参研非瘟亚单位疫苗提交应急评审

核心观点

22 全年业绩承压，23Q1 业绩回暖。公司 2022 年实现营业收入 15.29 亿元，较上年同期减少 13.94%，实现归属于母公司所有者的净利润 2.11 亿元，较上年同期减少 44.89%，业绩下滑明显一方面系 22 年上半年生猪养殖亏损冲击猪用疫苗量价表现，另一方面系子公司确认商誉减值约 6500 万元。分季度来看，受下半年猪价回升影响，公司业绩自 22Q3 以来回暖明显，23Q1 实现营业收入 3.64 亿元，较上年同期增加 6.43%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.07 亿元，较上年同期增加 32.10%，主要得益于口蹄疫疫苗盈利改善和非口蹄疫疫苗快速增长。

坚持研发创新，致力多线布局。公司近年加大自主研发和联合创新投入，2022 年研发投入 2.03 亿元，占营业收入的比重达到 13.30%。非瘟疫苗研发方面，公司在 P3 实验室基础上建立非洲猪瘟疫苗集成研发平台，同时开展基因缺失疫苗、亚单位疫苗、腺病毒疫苗、mRNA 疫苗多条技术路线的研究，经过多年的基础研究及大量的本动物安全性有效性评价，公司非洲猪瘟疫苗的研发工作已取得重大突破，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。多联多价疫苗研发方面，公司猪口蹄疫 VLP 疫苗、猪瘟 E2 蛋白亚单位疫苗、猪伪狂犬基因缺失灭活疫苗、塞内加谷灭活疫苗、猪细小病毒基因工程灭活疫苗、牛支原体活疫苗、牛 A 型梭菌灭活疫苗、羊布鲁氏菌病 (Rev. 1 株) 新型活疫苗、新流腺三联灭活疫苗、新流法腺四联灭活疫苗均处于新兽药注册阶段，2023 年有望取得阶段性进展。

布局宠物，变革组织，有望打开增长空间。公司与日本共立制药株式会社共同投资设立合资宠物疫苗公司金宇共立公司，目前宠物疫苗自主研发和菌毒种引进审核工作稳步推进，实验室和宠物疫苗及药物生产车间已完成机电安装调试，目前已取得犬四联、猫四联疫苗临床试验批件，犬三联疫苗处于临床试验阶段，猫三联疫苗正在申报临床试验。同时公司正对营销体系进行组织变革，引入行业优秀人才，组建更加专业、更有活力的营销团队，非口蹄疫产品渗透率及销量均有所提升，未来有望贡献新业绩增量。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，疫苗批签发进度不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。公司是国内领先的猪用疫苗企业，中期看好猪价回暖驱动业绩修复，长期看好非瘟疫苗研发带来的成长潜力。我们预计公司 23-25 年归母净为 2.5/3.8/3.6 亿元，EPS 为 0.23/0.34/0.32 元，对应当前股价 PE 为 47.3/31.9/33.8X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,776	1,529	1,712	2,015	2,127
(+/-%)	12.3%	-13.9%	12.0%	17.7%	5.5%
净利润(百万元)	382	211	254	376	355
(+/-%)	-5.9%	-44.9%	20.5%	48.1%	-5.4%
每股收益(元)	0.34	0.19	0.23	0.34	0.32
EBIT Margin	22.9%	17.4%	16.3%	21.1%	19.3%
净资产收益率 (ROE)	7.3%	4.2%	4.8%	6.8%	6.2%
市盈率 (PE)	31.6	57.0	47.3	31.9	33.8
EV/EBITDA	21.9	28.1	27.7	20.5	20.6
市净率 (PB)	2.29	2.37	2.29	2.18	2.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·动物保健 II

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

联系人：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.41 元
总市值/流通市值	11663/11663 百万元
52 周最高价/最低价	12.66/7.60 元
近 3 个月日均成交额	239.45 百万元

市场走势

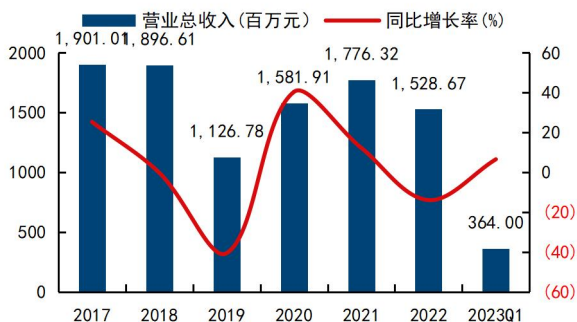


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

22 全年业绩承压，23Q1 业绩回暖。公司 2022 年实现营业收入 15.29 亿元，较上年同期减少 13.94%，实现归属于母公司所有者的净利润 2.11 亿元，较上年同期减少 44.89%，业绩下滑明显一方面系 22 年上半年生猪养殖亏损冲击猪用疫苗量价表现，另一方面系子公司确认商誉减值约 6500 万元。分季度来看，受下半年猪价回升影响，公司业绩自 22Q3 以来回暖明显，23Q1 实现营业收入 3.64 亿元，较上年同期增加 6.43%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.07 亿元，较上年同期增加 32.10%，主要得益于口蹄疫疫苗盈利改善和非口蹄疫疫苗快速增长。

图1: 生物股份营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 生物股份单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 生物股份归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 生物股份单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

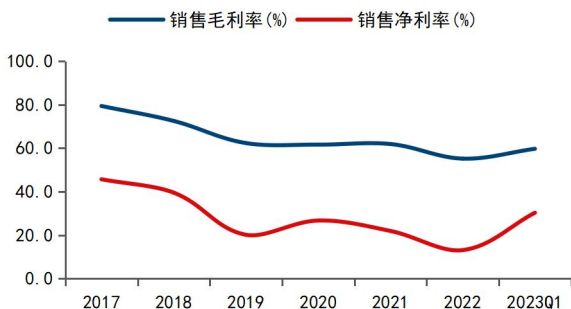


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

22 年利润率承压，费用率平稳。公司 2022 年销售毛利率 55.17%，同比-6.71pcts，销售净利率 13.09%，同比-8.81pcts，毛利率下滑主要系上半年猪价低迷令公司疫苗销售承压，子公司确认大额商誉减值则导致净利率承压明显。公司 2022 年销售费用率 19.26% (-1.41pcts)，管理费用率 8.33% (+0.75pcts)，财务费用率 -3.01% (-0.73pcts)。三项费用率合计 24.58%，同比-1.40pcts，主要系销售费用优化明显。

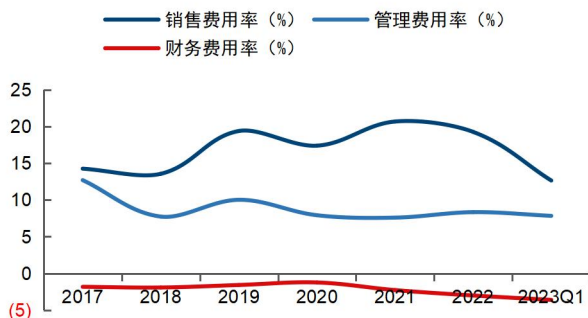
23Q1 利润率有所改善，销售费用优化明显。公司 2023Q1 销售毛利率 59.69%，同比+4.54pcts，销售净利率 30.29%，同比+5.70pcts。公司 2023Q1 销售费用率 12.64% (较 22 年全年-6.62pcts)，管理费用率 7.83% (较 22 年全年-0.51pcts)，财务费用率 -3.61% (较 22 年全年-0.60pcts)。三项费用率合计 16.86%，较 22 年全年-7.72pct。

图5: 生物股份毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 生物股份三项费用率变化情况

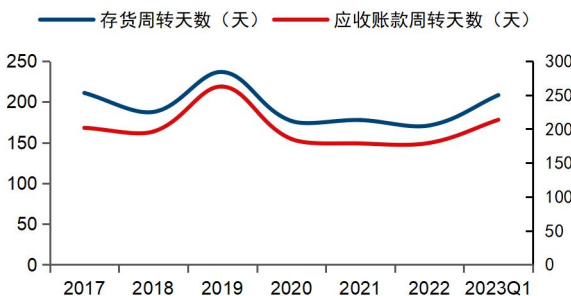


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

22年资产周转和现金流维持平稳。2022年公司存货天数为171天(+3.73%)，应收账款周转天数为179天(+0.45%)。在经营现金流方面，公司2022年经营性现金流净额占营业收入比例为22.55%(-7.46pcts)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为91.90%(-2.46pcts)，保持相对平稳。

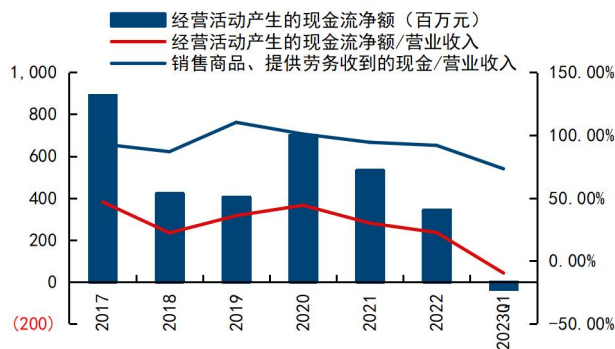
23Q1资产周转承压，经营现金流转负。23Q1公司存货天数为208天(较22年全年+21.81%)，应收账款周转天数为214天(较22年全年+19.00%)。在经营现金流方面，公司23Q1经营性现金流净额占营业收入比例为-9.71%(较22年全年-7.46pcts)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为73.29%(较22年全年-2.46pcts)。

图7: 生物股份主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 生物股份经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。公司是国内领先的猪用疫苗企业，中期看好猪价回暖驱动业绩修复，长期看好非瘟疫苗研发带来的成长潜力。我们预计公司23-25年归母净为2.5/3.8/3.6亿元，EPS为0.23/0.34/0.32元，对应当前股价PE为47.3/31.9/33.8X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	21E	22E	23E	21E	22E	23E			
600195	中牧股份	12.93	132.03	0.51	0.61	0.71	25	21	18	买入		
688098	申联生物	7.38	30.31	0.27	0.22	0.38	27	34	19	未评级		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1334	1405	1658	1765	1983	营业收入	1776	1529	1712	2015	2127
应收款项	781	865	813	994	1088	营业成本	677	685	830	868	964
存货净额	318	333	418	413	468	营业税金及附加	25	22	25	29	31
其他流动资产	328	76	86	101	106	销售费用	367	294	327	396	411
流动资产合计	2761	2681	2975	3273	3645	管理费用	135	127	101	115	122
固定资产	1813	1793	1820	1829	1789	研发费用	166	134	150	181	188
无形资产及其他	388	347	334	322	309	财务费用	(40)	(46)	(38)	(43)	(47)
投资性房地产	1373	1301	1301	1301	1301	投资收益	6	(5)	8	3	2
长期股权投资	268	267	267	268	267	资产减值及公允价值变动	49	73	(47)	(61)	(63)
资产总计	6604	6389	6697	6993	7311	其他收入	(253)	(258)	(150)	(181)	(188)
短期借款及交易性金融负债	1	11	4	5	6	营业利润	415	255	277	411	396
应付款项	347	354	392	425	472	营业外净收支	(1)	(10)	(1)	(2)	(1)
其他流动负债	341	294	384	399	433	利润总额	413	246	276	409	395
流动负债合计	689	659	780	829	912	所得税费用	24	45	34	50	57
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	7	(11)	(12)	(18)	(17)
其他长期负债	355	381	401	404	406	归属于母公司净利润	382	211	254	376	355
长期负债合计	355	381	401	404	406	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1044	1040	1181	1233	1318	净利润	382	211	254	376	355
少数股东权益	288	277	269	257	246	资产减值准备	38	25	6	(0)	(2)
股东权益	5272	5072	5247	5503	5748	折旧摊销	191	199	198	219	235
负债和股东权益总计	6604	6389	6697	6993	7311	公允价值变动损失	(49)	(73)	47	61	63
关键财务与估值指标						财务费用	(40)	(46)	(38)	(43)	(47)
每股收益	0.34	0.19	0.23	0.34	0.32	营运资本变动	(302)	235	112	(141)	(73)
每股红利	0.12	0.11	0.07	0.11	0.10	其它	(33)	(30)	(14)	(11)	(10)
每股净资产	4.68	4.53	4.68	4.91	5.13	经营活动现金流	227	567	603	503	570
ROIC	9.06%	5.67%	6%	8%	8%	资本开支	0	(227)	(265)	(276)	(244)
ROE	7.25%	4.15%	4.84%	6.83%	6.18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	62%	55%	52%	57%	55%	投资活动现金流	(2)	(226)	(265)	(277)	(244)
EBIT Margin	23%	17%	16%	21%	19%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	30%	28%	32%	30%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	-14%	12%	18%	6%	支付股利、利息	(134)	(124)	(79)	(120)	(110)
净利润增长率	-6%	-45%	21%	48%	-5%	其它融资现金流	(139)	(22)	(7)	1	1
资产负债率	20%	21%	22%	21%	21%	融资活动现金流	(407)	(270)	(86)	(119)	(109)
股息率	1.1%	1.0%	0.7%	1.0%	0.9%	现金净变动	(182)	71	252	108	217
P/E	31.6	57.0	47.3	31.9	33.8	货币资金的期初余额	1516	1334	1405	1658	1765
P/B	2.3	2.4	2.3	2.2	2.1	货币资金的期末余额	1334	1405	1658	1765	1983
EV/EBITDA	21.9	28.1	27.7	20.5	20.6	企业自由现金流	0	423	289	175	271
						权益自由现金流	0	401	316	214	312

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032