

猪价低迷拖累市场化单品销售，下半年需求有望充分释放

2022 年 08 月 31 日

➤ **事件概述：**公司于 8 月 29 日发布 2022 年中报，上半年实现营收 3.94 亿元，同比-27.8%；实现归母净利润 1.59 亿元，同比-44.4%。其中，Q2 实现营收 1.91 亿元，同比-15.6%，环比-5.8%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比-41.7%，环比-24.7%。

➤ **养殖业景气低迷，非强免疫苗经营压力更甚。**上半年公司猪用疫苗、禽用疫苗分别实现收入 3.73、0.05 亿元，整体实现毛利率 72.7%，同比-9.0PCT，主要系公司动物生物制品产业化建设项目二期完工投产，折旧费用较去年同期大幅增长所致。前期养猪业深度亏损叠加新冠疫情多点发生，导致上半年能繁母猪存栏整体呈现持续去化状态，由于公司产品均为非强免的市场化疫苗，其需求受到一定冲击，重点产品伪狂犬疫苗、猪胃肠炎-腹泻二联疫苗、猪圆环疫苗批签发次数同比分别为-13.6%、-11.1%、+15.4%，收入均出现不同程度的下滑。随着二季度末猪价快速回暖，下游免疫积极性提升，养殖场免疫程序逐步常规化，下半年公司需求将显著好转。

➤ **继续加大研发投入力度，保持行业领先水平。**上半年研发费用为 0.46 亿元，同比+20.82%，占收入比例达 11.7%，同比+4.7PCT，有力保障了公司各项研发与技术创新工作的持续高效开展。上半年，公司多项产品进入新兽药注册阶段，其中猪圆环病毒 2 型-副猪嗜血杆菌二联亚单位灭活疫苗与猪传染性胸膜肺炎基因缺失活疫苗 (APP-HB-04M 株) 有望于今年年底获批上市，二者均为其对应领域的首个基因工程苗，助力公司巩固行业领先地位。此外，公司猪瘟-猪伪狂犬二联活疫苗 (C 株+HB2000 株) 等产品均按要求完成了相关试验和材料补充，已提交新兽药注册并受理，若顺利过审，有望于明年年底推出上市，未来 1~2 年公司或迎来新品集中上市阶段。

➤ **坚持营销服务推广，持续提升品牌影响力。**上半年公司直销与经销模式分别实现收入 2.63、1.25 亿元，占比分别为 66.8%、31.7%。其中二季度经销占比一季有所下降，主要原因在于二季度猪价正式进入上行通道，中小养殖户补栏与免疫积极性提高，公司经销网络销售改善较为显著。此外，公司深化精准营销服务策略，在养殖场面临深度亏损时，施行“买赠”与延长账期服务，同时设置了专门的诊断中心，为养殖企业及养殖户提供专业的动物防疫技术服务，不断积累品牌知名度。

➤ **投资建议：**预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 5.54/7.70/10.20 亿元，EPS 分别为 1.19/1.65/2.19 元，对应 PE 分别为 21/15/11 倍，考虑到公司作为猪用市场化疫苗龙头企业，猪价上行阶段将收获更大的需求弹性，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新品上市不及预期；养殖业需求不及预期；营销布局不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,103	1,127	1,527	1,945
增长率 (%)	30.8	2.1	35.6	27.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	571	554	770	1,020
增长率 (%)	27.5	-3.0	39.0	32.6
每股收益 (元)	1.23	1.19	1.65	2.19
PE	20	21	15	11
PB	3.7	3.2	2.7	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

24.75 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

相关研究

1. 科前生物 (688526.SH) 动态报告：重申坚定看好养殖后周期，公司新品放量业绩可期-2022/06/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,103	1,127	1,527	1,945
营业成本	223	220	284	326
营业税金及附加	6	6	8	10
销售费用	134	150	197	251
管理费用	75	71	96	124
研发费用	80	85	112	144
EBIT	591	594	830	1,089
财务费用	-65	-20	-32	-49
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	5	9	10	13
营业利润	661	642	893	1,182
营业外收支	-1	-2	-3	-2
利润总额	660	640	891	1,180
所得税	89	87	121	160
净利润	571	554	770	1,020
归属于母公司净利润	571	554	770	1,020
EBITDA	654	699	970	1,262

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	555	847	1,323	2,037
应收账款及票据	275	253	351	452
预付款项	10	21	24	27
存货	109	110	140	162
其他流动资产	812	820	827	834
流动资产合计	1,761	2,051	2,665	3,510
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	515	621	727	818
无形资产	57	66	76	84
非流动资产合计	1,964	2,153	2,325	2,474
资产合计	3,725	4,204	4,990	5,984
短期借款	18	20	25	30
应付账款及票据	216	217	278	320
其他流动负债	258	269	330	377
流动负债合计	492	506	633	727
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	79	79	79	79
非流动负债合计	79	79	79	79
负债合计	571	585	712	806
股本	465	465	465	465
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,154	3,619	4,277	5,178
负债和股东权益合计	3,725	4,204	4,990	5,984

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	30.81	2.15	35.57	27.32
EBIT 增长率	21.20	0.54	39.63	31.23
净利润增长率	27.45	-3.00	39.05	32.56
盈利能力 (%)				
毛利率	79.80	80.43	81.44	83.24
净利润率	51.73	49.13	50.39	52.47
总资产收益率 ROA	15.32	13.17	15.43	17.05
净资产收益率 ROE	18.10	15.30	18.00	19.71
偿债能力				
流动比率	3.58	4.05	4.21	4.83
速动比率	2.16	2.65	3.04	3.78
现金比率	1.13	1.67	2.09	2.80
资产负债率 (%)	15.34	13.92	14.28	13.47
经营效率				
应收账款周转天数	88.62	77.00	79.07	79.97
存货周转天数	178.30	184.75	181.59	182.09
总资产周转率	0.30	0.27	0.31	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.19	1.65	2.19
每股净资产	6.78	7.78	9.19	11.13
每股经营现金流	1.14	1.46	1.90	2.45
每股股利	0.19	0.19	0.24	0.26
估值分析				
PE	20	21	15	11
PB	3.7	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA	16.88	15.36	10.59	7.58
股息收益率 (%)	0.77	0.77	0.97	1.04

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	571	554	770	1,020
折旧和摊销	63	105	140	173
营运资金变动	-70	23	-25	-51
经营活动现金流	531	681	886	1,138
资本开支	-374	-294	-312	-321
投资	12	-18	0	0
投资活动现金流	-331	-303	-302	-308
股权募资	2	0	0	0
债务募资	18	2	5	5
筹资活动现金流	-121	-87	-108	-116
现金净流量	79	291	476	714

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026