


2015-4-26


公司报告(点评报告)

 评级 **无投资评级**

 建议询价区间: 15.53~15.53
 上市首日定价区间: 33~39


分析师: 陈佳


 862765799811

 chenjia2@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490513080003


联系人: 高辰星/余昌/江顺

 862765799773

 gaocx@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

发行数据

总股本(万股)	12,000.00
发行数量(万股)	4,000.00
网下发行(万股)	
网上发行(万股)	1,600.00
保荐机构	
发行日期	2015-5-7
发行方式	网下询价,上网定价

普莱柯 (603566)
国内实力较强的综合性兽药企业
事件描述

普莱柯拟 IPO 首发 4000 万新股, 发行后总股本不超 1.6 亿股, 发行价 15.53 元。

报告要点
■ 集研、产、销一体综合型兽药企业

普莱柯是国内实力较强综合性兽药企业。目前公司猪用生物制品市场占有率为 5.31%, 禽用生物制品市场占有率为 3.25%, 其中猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗市场占有率分别为 12.13%、12.24%。公司禽流感 (H9) 三联、四联灭活疫苗填补了国际空白; 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗填补了国内空白。公司实际控制人为张许科, 持股 44.64% (发行前)。

■ 公司核心竞争力在于研发和技术产业化优势、丰富的产品线优势及营销优势

公司核心竞争力主要体现在: (1) 公司在产品研发和技术成果产业化方面优势明显; (2) 公司具备完整丰富的产品线; (3) 公司具备先进的营销模式。

■ 公司未来看点在于技术创新和产品研发实力

公司重视技术创新和新产品的研发, 未来将巩固技术和产品在行业的领先地位。在兽用生物制品方面, 公司在三年内拟获取国家级新兽药证书 4-5 个, 申报发明专利 40-60 项, 制定国家标准 5-6 项。在兽用化药方面, 公司拟取得国家级新兽药证书 7-11 个, 申报国家发明专利 30-40 项。

■ 盈利预测

按发行后总股本 1.6 亿测算, 我们预计公司 2015 年、2016 年 EPS 分别为 1.01 元、1.31 元。考虑到行业平均估值, 公司合理估值水平在 25~30 倍, 对应合理的股价区间为 33~39 元。

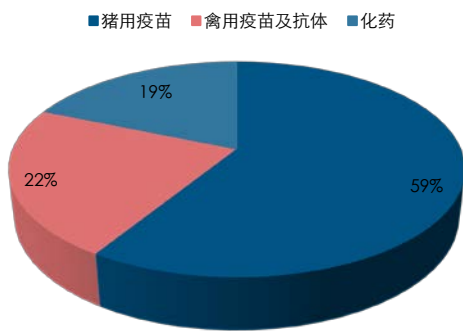
主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	476	545	670	798
增长率 (%)	1%	14%	23%	19%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	140.3	160.9	209.3	250.7
增长率 (%)	-14%	15%	30%	20%
每股收益 (元)	0.877	1.006	1.308	1.567
净资产收益率 (%)	20.5%	19.1%	19.9%	19.2%
每股经营现金流 (元)	1.26			

公司概况

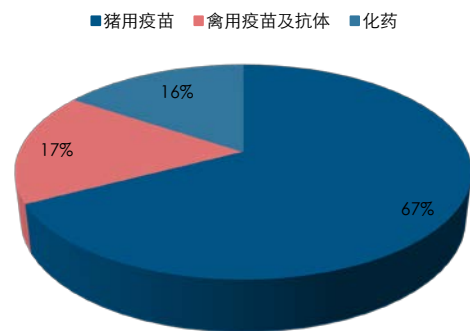
普莱柯是集研发、生产、销售、服务于一体的创新型生物制品生产企业，主要产品为畜禽用疫苗和兽药制品。目前公司禽用活疫苗年产能 19.67 亿羽份，禽用灭活疫苗年产能 5.25 亿毫升，猪用灭活疫苗年产能 3 亿头份，猪用活疫苗年产能 1.50 亿毫升，猪用生物制品市场占有率为 5.31%，禽用生物制品市场占有率为 3.25%，其中猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗市场占有率分别为 12.13%、12.24%。公司禽用流感（H9）三联、四联灭活疫苗填补了国际空白；猪圆环病毒 2 型灭活疫苗填补了国内空白。公司实际控制人为张许科，持有公司 44.64% 的股权（发行前）。

图 1：公司主营业务收入结构（2014）



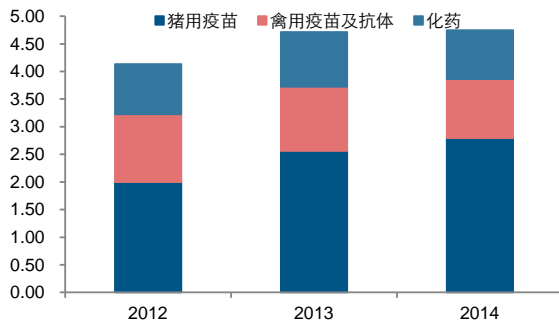
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 2：公司主营业务利润结构（2014）



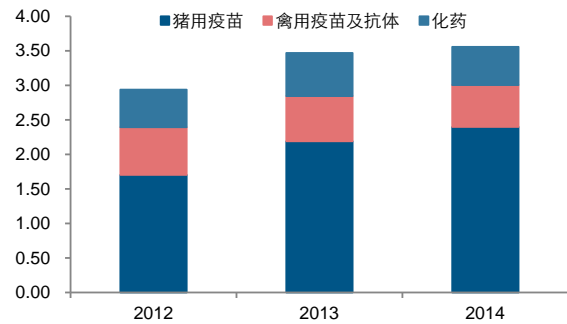
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 3：2012-2014 年营业收入增长情况（亿元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 4：2012-2014 年毛利润增长情况（亿元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

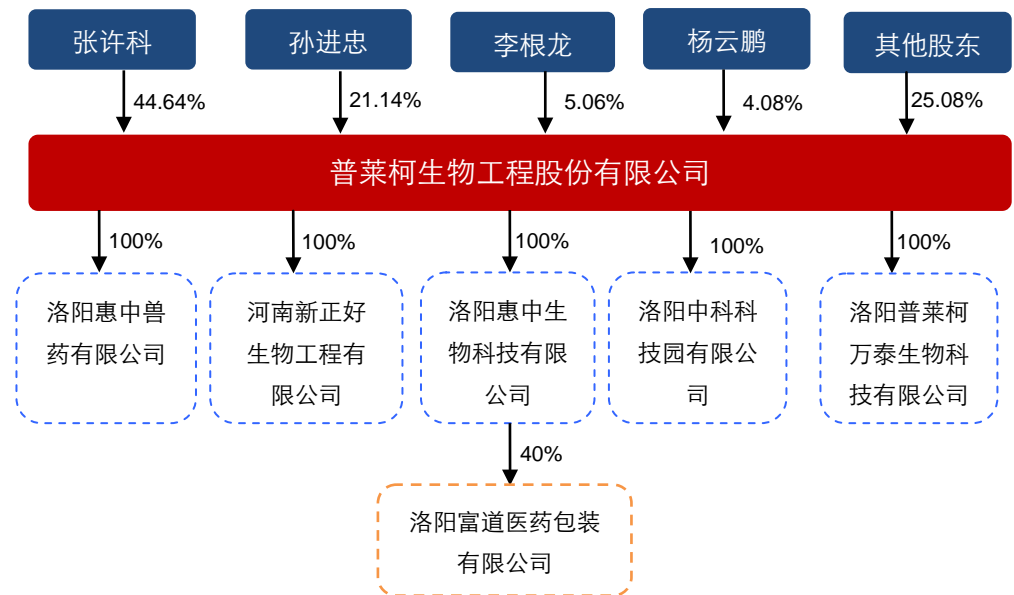
表 1：公司兽用药品品种

主要产品种类	主要产品	主要用途
兽用生物制品	猪用活疫苗	高致病性猪蓝耳病活疫苗、猪瘟活疫苗、伪狂犬活疫苗等
	猪用灭活疫苗	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、高致病性猪蓝耳病灭活疫苗等
	禽用活疫苗	鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗(B87 株)，鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗 (LaSota 株 +H120 株)，鸡新城疫耐热保护剂活疫苗 (LaSota
		畜禽疾病预防

	株)	
	新-支-流三联灭活疫苗、新-支-减-流四联灭活疫苗、新-支-减三联灭活疫苗、新-支二联灭活疫苗、新-流二联灭活疫苗	
	禽用抗体	鸡传染性法氏囊病精制蛋黄抗体、鸭病毒性肝炎精制蛋黄抗体
兽用化学药品	化药制剂	注射用头孢噻呋、头孢噻呋注射液、恩诺沙星注射液、硫酸头孢喹肟注射液、盐酸多西环素注射液等
	中兽药	双黄连口服液、苓黄口服液、板青颗粒等
		禽病治疗
		畜禽疾病治疗

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 5：发行人股权结构（发行前）



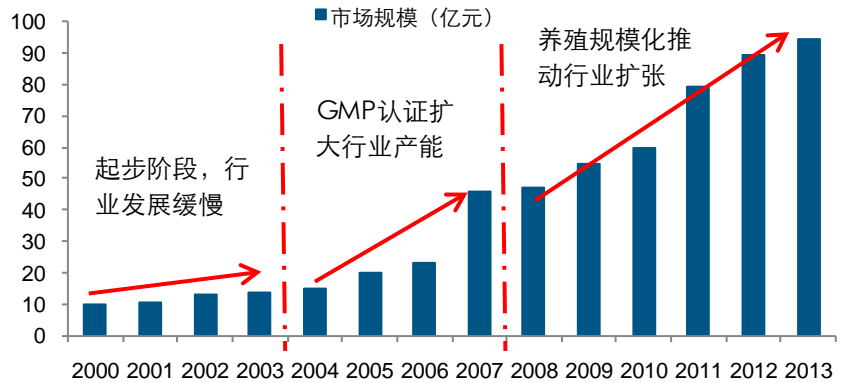
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

行业分析：动物疫苗行业具备广阔发展空间

我们认为，中国动物疫苗市场具有广阔的发展前景。主要源于：（1）相比美国严格的防疫体系，中国动物疫病以防疫为主，扑杀体系和疫病根除制度仍有很长的时间需要规范和落实，因此，行业的天花板还不会出现；（2）中国动物疫苗需求大军，中国生猪养殖业仍处于规模化初期，规模化持续提升将带来的疫苗需求的继续增长；（3）中国动物疫苗的非市场化（存在政府苗和市场苗）体制进一步向市场化迈进将带来行业规模的增长（政府苗价格的上升以及部分政府苗向市场放开）。

我们预计中国动物疫苗市场 2015 年规模将达到 151 亿元，复合增速 24%(2011-2015)，而更长期看，至 2020 年，中国动物疫苗市场规模有望达到 330 亿元，复合增速 20%(2011-2020)。

图 6：中国动物疫苗行业主要发展阶段



资料来源：长江证券研究部

表 2：中国动物疫苗市场未来空间测算

种类	项目	2011A	2015E	2020E
猪类	动物数量 (亿头)	6.62	7.28	7.94
	免疫水平 (%)	30	40	60
	免疫费用 (元/头/年)	10	15	25
	市场规模 (亿元)	19.85	43.67	119.11
禽类	动物数量 (亿只)	113.30	118.97	124.63
	免疫水平 (%)	30	45	60
	免疫费用 (元/只/年)	1	1.5	2
	市场规模 (亿元)	33.99	80.30	149.56
反刍类	动物数量 (亿头)	3.31	3.64	4.14
	免疫水平 (%)	20	30	50
	免疫费用 (元/头/年)	15	25	30
	市场规模 (亿元)	9.93	27.30	62.03
动物疫苗市场总规模 (亿元)		63.77	151.27	330.70

资料来源：中国畜牧业年鉴 2012，长江证券研究部

中国防疫体制决定行业需求空间更大

中国动物疾病防控以预防为主，扑杀为辅。中国《中华人民共和国动物防疫法》第五条明确指出，中国对动物疾病实行预防为主的方针；此外，虽然中国对一些重大疾病的扑灭都做明确规定，但是由于中国动物疾病补偿机制不完善，大规模扑杀措施难以实施，因此国内在动物疫病防治中形成了与美国动物防疫迥异的“预防为主，扑杀为辅”的原则，更加重视对动物疫病的预防，对一些重大动物疫病采取国家规定强制性免疫；此外，中国在兽医体制和法律方面与美国差距大，对动物疾病防控效率比较低，因此进行免疫措施显得尤为关键。基于现阶段中国动物疾病防疫原则以及根除计划，我们认为，中国动物疫苗市场并不会再短期内显现类似美国防疫制度下的需求天花板，后期需求空间较美国更大。

表 3：中美动物疫病防控体系对比

项目	美国	中国
原则	扑杀为主，预防为辅	预防为主，扑杀为辅
宗旨	预防、扑灭家畜、家禽传染病	预防、控制和扑灭动物疫病
主要法律	《动物卫生法典》	《中华人民共和国进出境动植物检疫法》
主管部门	动植物检疫署	国务院兽医主管部门
管理体系	从美国联邦—联邦区域—区域地方三个层次的垂直管理	中央、省、地、县四级行政管理
主要措施	国家根除计划	国家动物疫病强制免疫计划
扑杀补偿	加入NPIP的赔偿损失的100%，未加入NPIP的赔偿损失的75%	具体补偿标准和办法由国务院财政部门会同有关部门制定

表 4：中国动物疫病扑灭及控制措施

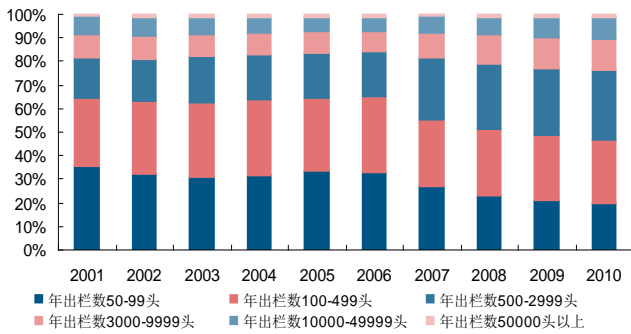
发生动物疾病类型	疫病扑灭及控制措施
一类动物疫病	当地县级以上兽医行政管理部门立即派人到现场，划定疫点、疫区、受威胁区，采集病料，调查疫源，及时报请当地政府对疫区实行封锁。县级以上地方人民政府立即组织有关部门和单位采取隔离、扑杀、销毁、消毒、紧急免疫接种等强制性控制、扑灭措施，迅速扑灭疫病，并通报毗邻地区。
二类动物疫病	当地县级以上兽医行政管理部门要划定疫点、疫区、受威胁区。县级以上地方人民政府根据需要组织有关部门和单位采取隔离、扑杀、销毁、消毒、紧急免疫接种、限制易感染的动物、动物产品及有关物品出入等控制、扑灭措施。
三类动物疫病	县级、乡级人民政府按照动物疫病预防计划和农业部的规定，组织防治和净化。

资料来源：农业部，长江证券研究部

养殖业规模化持续提升拉动疫苗需求

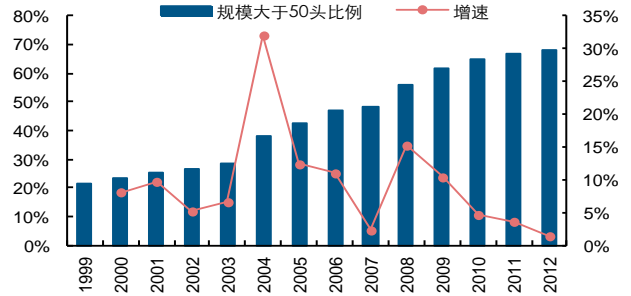
中国动物疫苗需求大军，中国生猪养殖业仍处于规模化初期，规模化持续提升将带来疫苗需求的继续增长。主要在于：规模化养殖规模扩大会更加注重视动物疫情防范，规模养殖企业一方面会加大传统疫苗（例如四大苗）的使用剂量（例如：增加头均使用疫苗的头份和次数），另一方面会扩大疫病防控的范围，例如猪圆环与伪狂犬疫苗等疫苗逐渐开始广泛注射，此外，欧美发达国家的绿色壁垒以及中国国内对养殖业禁用抗生素的提议，也使得规模养殖户更加重视对各类动物疾病的预防。

图 7：2001~2010 各规模养殖场的出栏量比重
图 8：中国生猪规模养殖规模化逐步提升



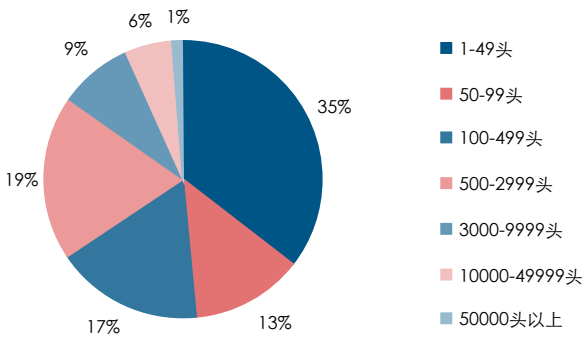
资料来源：畜牧业统计年鉴，长江证券研究部

图 9：各种规模生猪养殖户数量占比（2010）



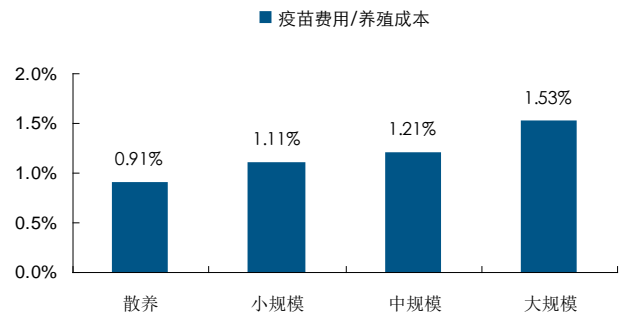
资料来源：畜牧业统计年鉴，长江证券研究部

图 10：疫苗费用随养殖规模扩大而增加



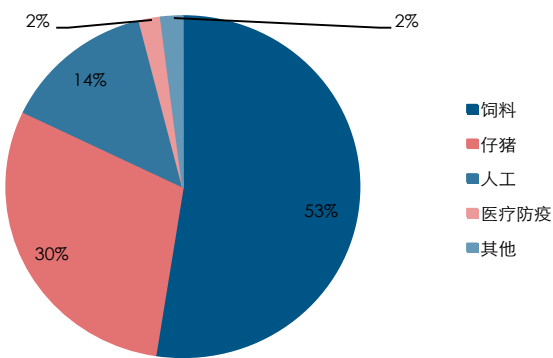
资料来源：中国畜牧业年鉴，长江证券研究部

图 11：疫苗费用在生猪养殖成本中占比较低

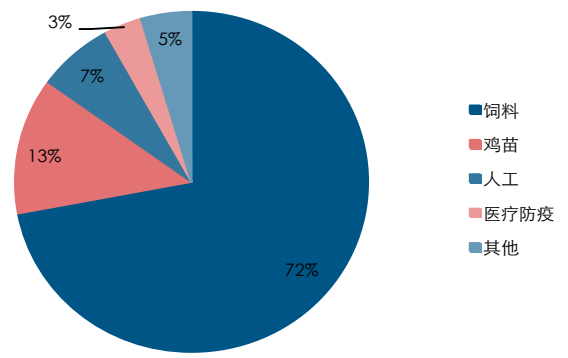


资料来源：全国农产品成本收益汇编，长江证券研究部

图 12：疫苗费用在肉鸡养殖成本中占比较低



资料来源：Wind，长江证券研究部



资料来源：Wind，长江证券研究部

疫苗销售体制的非市场化向市场化迈进驱动行业规模增长

现阶段，中国动物疫苗分为政府苗（强制免疫疫苗）和市场苗（强制免疫疫苗+非强制免疫疫苗）。政府苗采取招标形式，基本为价低者得。而市场苗则为企业自行定价销售。目前政府苗比重大概在 70% 左右，市场苗占比 30%。

中国政府招采主要针对猪、禽两类动物的国家强制免疫疾病，近些年，政府苗销售额不断提升，但招采份额却出现逐年下降趋势，其中猪用疫苗招采份额由 2009 年 94% 下降到 2012 年 80%，禽用疫苗招采份额由 2009 年 49% 下降到 2012 年 43%。我们认为，

政府招采行为容易形成价格战，不利于企业进行产品的创新与技术的改进，市场苗份额的逐渐提升，可以增加行业的市场化竞争，促进行业进一步发展。

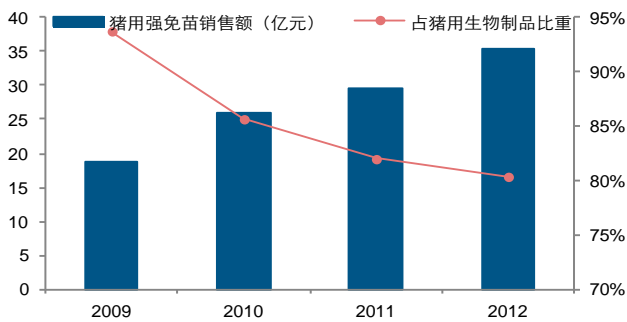
我们认为，中国动物疫苗的非市场化（存在政府苗和市场苗）体制进一步向市场化迈进将带来行业规模的增长（政府苗价格的上升以及部分政府苗向市场放开）。具体为：（1）防疫目标促使政府提高对疫苗免疫效果的重视，政府苗将逐渐由“低价”向“高效”转变，致疫苗价格提升；（2）放开部分强免疫苗，让市场决定需求，从而提升疫苗质量，导致价格提升，规模增长。

表 5：中国动物疫苗的特殊分类

产品类别	销售模式	主要产品
强免疫苗	定点生，政府采购，企业也可向养殖场直接销售（政府苗+市场苗）	高致病性禽流感疫苗、猪瘟疫苗、高致病性猪蓝耳病疫苗、口蹄疫疫苗、小反刍兽疫
非强免疫苗	供应经销商和终端客户，少量由地方防疫机构采购（市场苗）	狂犬病、炭疽、猪流行性乙型脑炎、布氏菌病、包虫病、新城疫、伪狂犬、猪圆环等

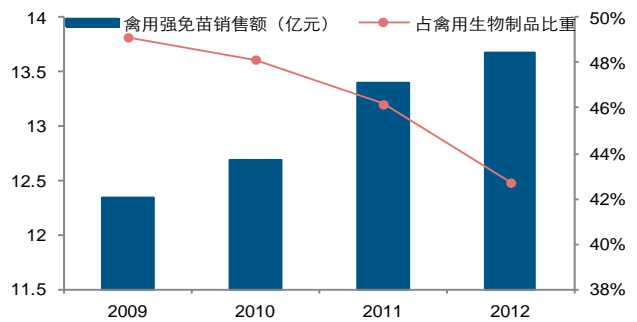
资料来源：农业部，长江证券研究部

图 13：猪用政府苗份额占比连续下滑



资料来源：中国兽药协会，长江证券研究部

图 14：禽用政府苗份额占比连续下滑



资料来源：中国兽药协会，长江证券研究部

表 6：2012 年主要市场苗品种销售情况

产品名称	销量 (亿毫升) (亿羽/头份)	销售额 (亿元)	占相应动物生物制品份额 (%)
鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗 (La Sota株+HI20 株)	129.69	1.61	1.81
鸡新城疫活疫苗(La Sota株)	182.49	1.39	1.56
鸡新城疫、禽流感(H9亚型)二联灭活疫苗 (La Sota株+F株)	6.18	0.96	1.08
鸡新城疫灭活疫苗(La Sota株)	6.97	0.93	1.05
禽流感灭活疫苗(H9亚型)	6.2	0.91	1.02
鸡传染性法氏囊病活疫苗(B87株)	63.46	0.41	0.46
鸡痘活疫苗(鹤鹑化弱毒株)(细胞苗)	29.02	0.22	0.25
鸡传染性鼻炎(A型)灭活疫苗	1.36	0.2	0.23
鸡新城疫、减蛋综合征二联灭活疫苗(La Sota株+京 911 株)	0.89	0.1	0.11

猪圆环病毒2型灭活疫苗 (LG/SH/WH/DBN-SX07株)	0.84	2.74	3.08
伪狂犬病活疫苗(Bartha-K61株)	2.05	1.44	1.62
猪繁殖与呼吸综合征疫苗	0.74	1.4	1.58

资料来源：中国兽药产业发展报告，长江证券研究部

防疫目标促使政府提高对疫苗免疫效果的重视，政府苗将逐渐由“低价”向“高效”转变。长期以来，政府苗低价低质的局面不仅阻碍了行业的发展，而且较差的免疫效果违背了国家招采的初衷，影响到对动物疫情的控制。2012年国务院颁布《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020年）》，对重大动物疫病均提出了具体的净化或者控制的要求。为保证《防治规划》顺利推进，国家陆续出台政策措施，主要体现在对疫苗质量要求的提高。例如：2013年9月，国家强制免疫应用口蹄疫疫苗将逐步执行新的疫苗质量标准，（1）要求口蹄疫灭活疫苗及合成肽疫苗效力检验标准由每头份3PD50提高到6PD50，新生产的口蹄疫灭活疫苗内毒素每头份疫苗不超过50EU；（2）口蹄疫灭活疫苗总蛋白检测参数分两个阶段实施，自2014年1月1日起，对总蛋白含量实施不定期抽样检测，并公开检测结果；2015年1月1日起，总蛋白含量每ML疫苗不高于500ug。我们认为，高质量意味着高成本，高成本会要求高价格，在政府苗招采量未出现明显下降的情况下，政府苗后期价格会有逐步提升的趋势和空间。

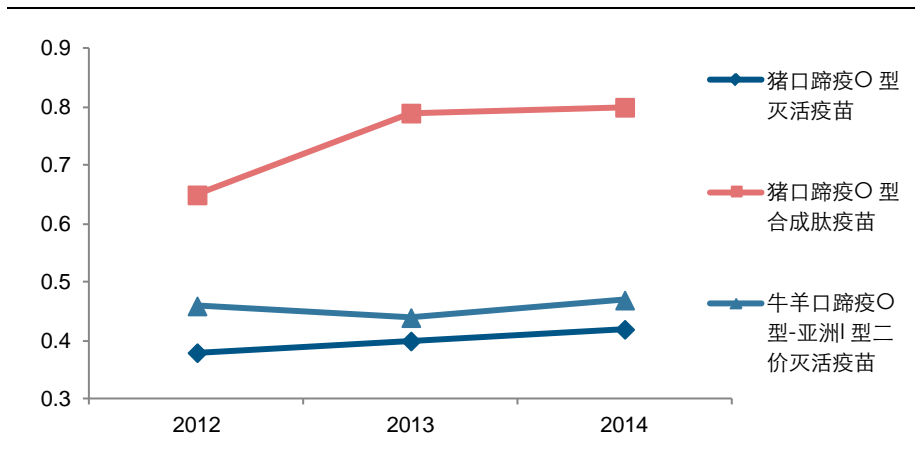
放开部分强免疫苗，让市场决定需求。我们认为，在条件成熟时，不排除国家届时放开1-2个强制免疫疫苗，不再招采，直接市场销售。我们认为，此举并不会减少疫苗需求，反而会提升行业疫苗质量，导致价格提升，规模增长。

表 7：中国对多种动物疾病提出净化或控制的防疫目标

疫病种类	2015年规划目标	2020年规划目标
口蹄疫A型	全国达到净化标准	全国达到免疫无疫标准
口蹄疫亚洲I型	全国达到免疫无疫标准	全国达到非免疫无疫标准
高致病性猪蓝耳	部分区域达到控制标准	全国达到控制标准
猪瘟	部分区域达到净化标准	进一步扩大净化区域
新城疫	部分区域达到控制标准	全国达到控制标准
口蹄疫O型	海南岛达到非免疫无疫标准；辽东半岛、胶东半岛达到免疫无疫标准；其他区域达到控制标准	海南岛、辽东半岛、胶东半岛达到非免疫无疫标准；北京、天津、辽宁（不含辽东半岛）、吉林、黑龙江、上海达到免疫无疫标准；其他区域维持控制标准
高致病性禽流感	生物安全隔离区达到免疫无疫或非免疫无疫标准；海南岛、辽东半岛、胶东半岛达到免疫无疫标准；其他区域达到控制标准	生物安全隔离区和海南岛、辽东半岛、胶东半岛达到非免疫无疫标准；北京、天津、辽宁（不含辽东半岛）、吉林、黑龙江、上海、山东（不含胶东半岛）、河南达到免疫无疫标准；其他区域维持控制标准

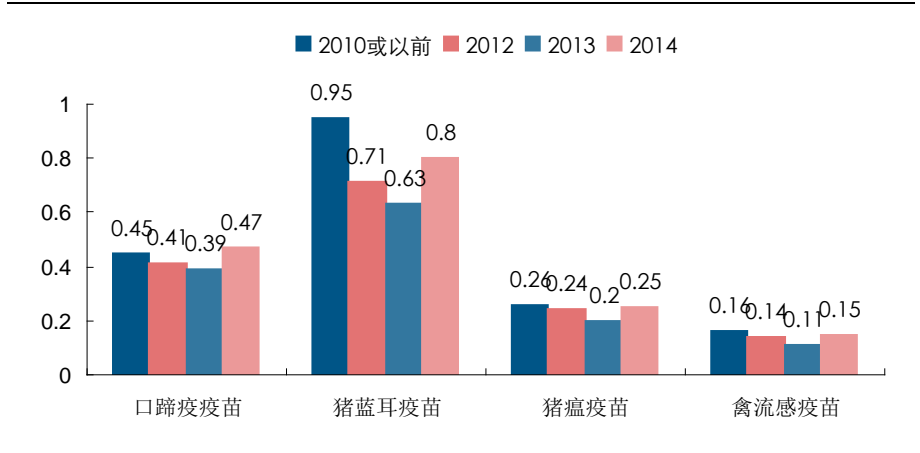
资料来源：《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020年）》，长江证券研究部

图 15：2014年多省市多种口蹄疫疫苗招标均价出现回升（元/毫升）



资料来源：广东招标网，长江证券研究部

图 16：2014 年各疫苗品种政府招标均价回升

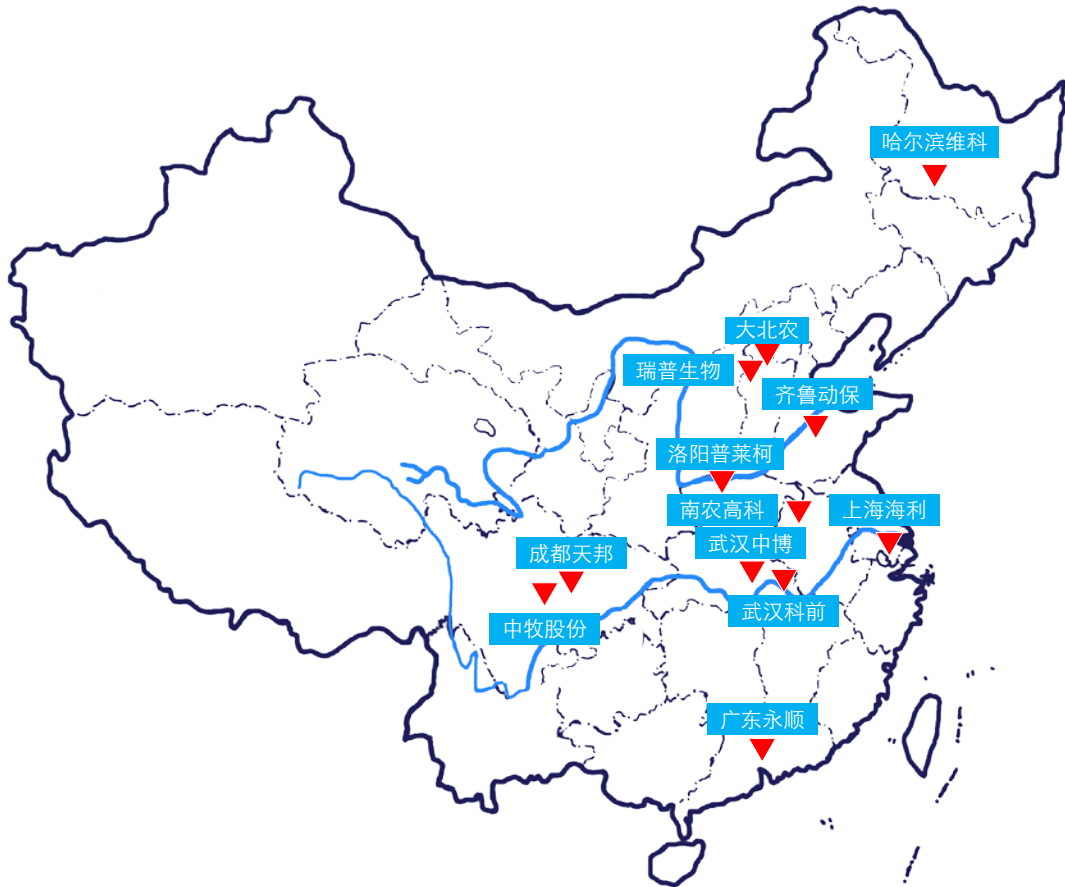


资料来源：长江证券研究部

猪圆环疫苗：市场远未饱和，未来空间值得期待

我们认为，中国猪圆环疫苗市场具有较强的成长性，主要基于：1、PCV2 病毒易感性强，能够造成猪只渐进性消瘦或生长迟缓，存在免疫的必要性；2、生猪养殖规模化程度的不断提高，将持续增加对猪圆环疫苗的市场需求；3、目前猪圆环疫苗市场远未达到饱和，免疫覆盖率有较大的提升空间；4、未来随着国内企业技术的进步，必将提供更具性价比的产品，改变现阶段勃林格圆环苗一只独大且高价格格局，从而刺激需求。我们测算，中国猪圆环疫苗长期市场规模将由目前的 12 亿元增长至 23 亿元。

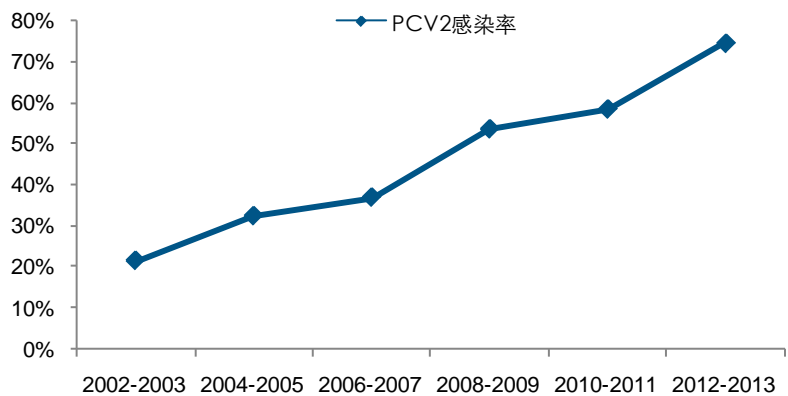
图 17：中国猪圆环疫苗主要生产商家地域分布



资料来源：长江证券研究部

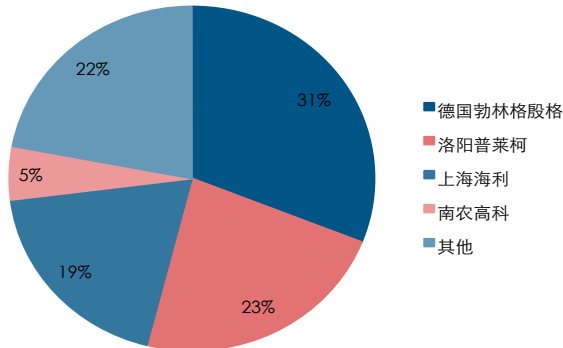
现阶段中国猪圆环免疫范围较小，市场远未达到饱和状态。相比其他主要的猪病疫苗（猪瘟和猪蓝耳），中国猪圆环疫苗使用量较小，主要源于：1、PCV2 培养难、生长慢、成本高、生产周期较长，限制了疫苗产能的提升；2、市场上猪圆环疫苗售价普遍较贵，过高的成本降低了部分小规模养殖户的免疫需求；3、国产疫苗均为全病毒灭活疫苗，免疫效力有限，在一定程度上也抑制了市场需求。

图 18：中国规模化猪场猪圆环病毒 2 型感染率不断上升



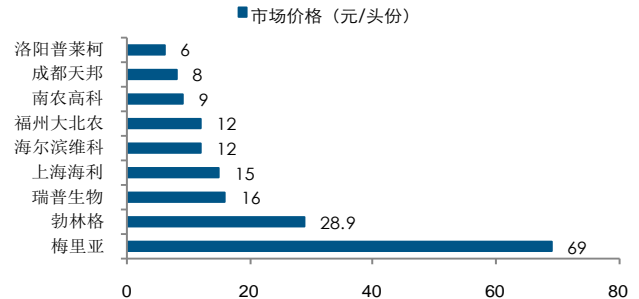
资料来源：中国兽药杂志，长江证券研究部

图 19：德国勃林格市场份额接近三分之一（2010）



资料来源：锐奇数据中心,长江证券研究部

图 20：进口猪圆环疫苗产品售价相对较高



资料来源：公开信息,长江证券研究部

我们认为，中国猪圆环疫苗市场具有较强的成长性，主要基于：1、PCV2 病毒易感性强，能够造成猪只渐进性消瘦或生长迟缓，存在免疫的必要性；2、生猪养殖规模化程度的不断提高，将持续增加对猪圆环疫苗的市场需求；3、目前猪圆环疫苗市场远未达到饱和，免疫覆盖率有较大的提升空间；4、未来随着国内企业技术的进步，必将提供更具性价比的产品，改变现阶段勃林格圆环苗一只独大且高价格格局，从而刺激需求。我们测算，中国猪圆环疫苗长期市场规模将由目前的 12 亿元增长至 23 亿元。

表 8：国外猪圆环疫苗制作采用病毒嵌合技术和病毒亚单位复制表达技术

公司	梅里亚	勃林格	英特威	辉瑞富道
产品名	Circovac®	Ingelvac Circoflex®	Porcilic® /Circumvent®	Suvaxyn®PCV2 One dose
类型	全病毒灭活苗	基因工程苗	基因工程苗	PCV1-PCV2q嵌合病毒
佐剂	矿物油佐剂	水质佐剂	水质佐剂	SL-CD水质佐剂
免疫日龄	繁殖母猪	仔猪3周龄以上	仔猪3周龄以上	仔猪4周龄以上
注射次数	2次	1次	1次/2次	1次
肌注剂量	配种前2 mL、分娩完1 mL	1 mL	2mL、两次免疫间隔3周	2mL

资料来源：长江证券研究部 注：目前梅里亚与勃林格猪圆环疫苗在国内市场销售

表 9：国产猪圆环疫苗产品制作均采用全病毒灭活技术

公司	疫苗名称	类型	抗原成份	佐剂	病毒含量(灭活前不低于)
中牧股份	圆满				
武汉科前	科圆宁	灭活疫苗	PCV2b全病毒 (WH株)	法国优质SEPPIC佐剂	1070TCID50/mL
武汉中博	圆环力康				
洛阳普莱柯	圆健	灭活疫苗	PCV2b全病毒 (SH株)	水包油包水双相佐剂	1060TCID50/mL
南农高科	圆克清				
大北农	诸欢泰	灭活疫苗	PCV2b全病毒 (DBN-SX07株)	双相佐剂	1055TCID50/mL
成都天邦	圆力佳				

哈尔滨维科	PCV2灭活疫苗	灭活疫苗	PCV2a全病毒 (LG株)	水包油佐剂	1055TCID50/mL
上海海利	圆毕净				
浙江诺倍威	圆净诺	灭活疫苗	PCV2b全病毒 (ZJ/C株)	水性佐剂	1070TCID50/mL

资料来源：长江证券研究部

表 10：中国猪圆环疫苗目前市场规模在 12 亿元左右

种类	数量 (亿头)	年免疫次数	需求量 (亿头份)	市场规模 (亿元)
商品猪年出栏	7.16	1	1.72	10.31
母猪存栏	0.46	2.2	0.24	1.46
后备母猪存栏	0.17	2	0.08	0.49
公猪存栏	0.03	2	0.01	0.09
合计			2.06	12.34

资料来源：wind，长江证券研究部

表 11：中国猪圆环疫苗长期市场规模将由目前的 12 亿元增长至 23 亿元

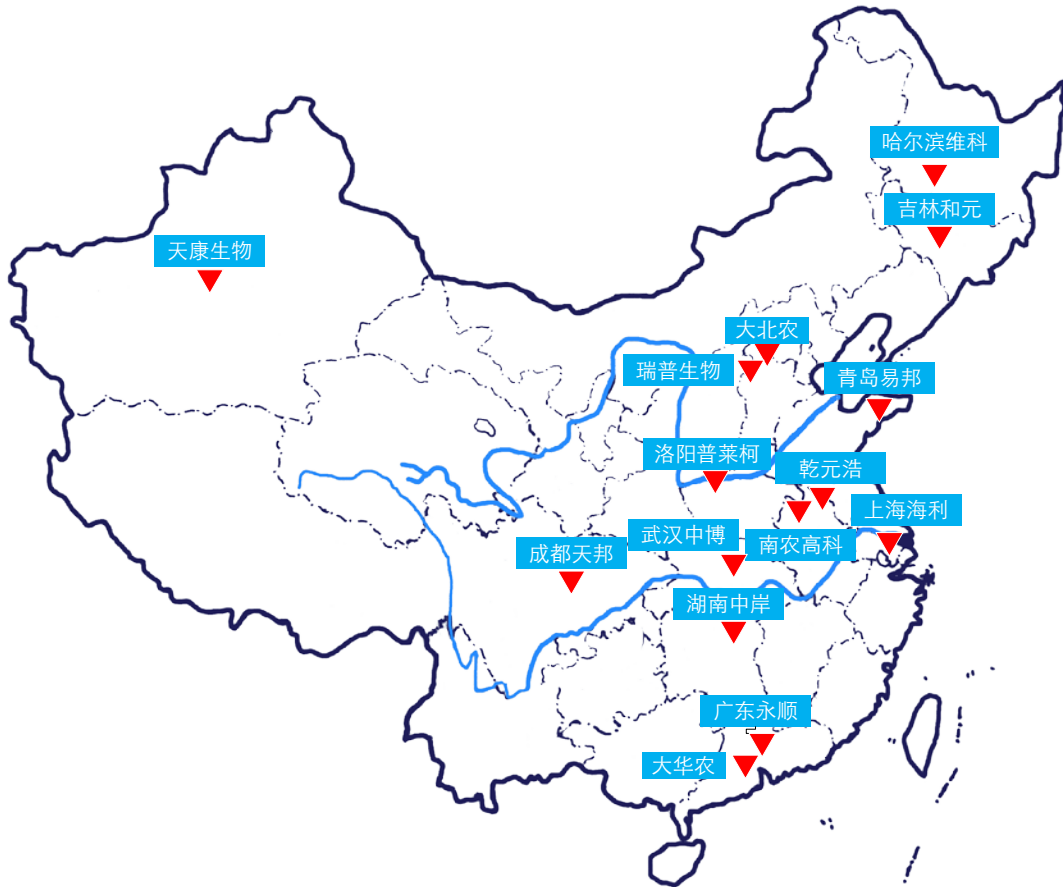
种类	数量 (亿头)	年免疫次数	理论需求 (亿头份)	实际需求 (亿头份)	规模测算 (亿元)
商品猪年出栏	7.16	1	7.16	3.58	17.90
母猪存栏	0.46	2.2	1.01	0.71	3.54
后备母猪存栏	0.17	2	0.34	0.24	1.19
公猪存栏	0.03	2	0.06	0.03	0.15
合计			8.57	4.56	22.78

资料来源：wind，长江证券研究部

猪蓝耳疫苗：容量萎缩明显 市场化销售改革同样可期

我们认为，与猪瘟疫苗情况类似，蓝耳病经过多年的国家强制免疫，目前疫情稳定，加之生产企业数量众多，产能过剩，致使市场容量逐年萎缩，但未来政府对这一品种销售的市场化改革仍值得期待，或将是继猪瘟疫苗之后第二个完全放开的强免品种。我们测算，若政府完全放开猪蓝耳疫苗市场，其规模将由目前的 6 亿元增长至 16 亿元，存在近 3 倍的提升空间。

图 21：中国猪蓝耳疫苗主要生产厂家地域分布

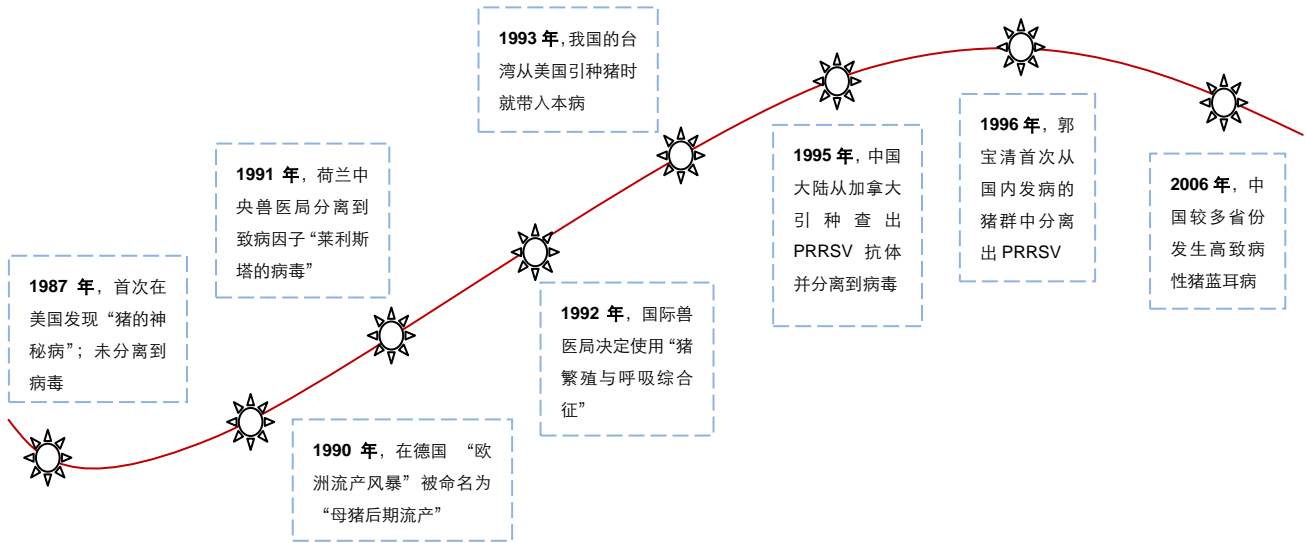


资料来源：长江证券研究部

发展历程：目前灭活苗与活苗选用仍存争议

1987年，美国首次发现猪蓝耳病后传进欧洲，病毒进入家猪群中，逐渐在全世界范围内传播。1995年初，中国从北京郊区开始流行蓝耳病；1996年，哈尔滨兽药研究所分离出蓝耳病病毒后，正式确定蓝耳病在中国猪群中的存在；此后10年，全国绝大部分的猪场均为蓝耳病阳性场；2006年下半年开始爆发始称“高热病”的猪病疫情，并于2007年1月定名为高致病性猪蓝耳病。

图 22：猪蓝耳疫病流行史



资料来源: 公开信息, 长江证券研究部

猪蓝耳病毒分为两种, 即经典猪蓝耳病和高致病性猪蓝耳病病毒。其中经典型获国家批文的生产企业共 12 家, 涉及 CH-1R、R98 和 CH-1a 等 3 种毒株, 高致病型获国家批文的生产企业共 18 家, 涉及 JXA1-R、HuN4-F112 和 TJM-F92 等 3 种毒株, 其中高致病性猪蓝耳疫苗是属于国家强制免疫品种。

商品化的猪蓝耳疫苗有灭活疫苗和弱毒活疫苗两类, 在选用上仍存在争议。我们认为, 活疫苗与灭活疫苗各有利弊, 在使用中, 应根据猪场的实际情况加以选用: 对于蓝耳病稳定的猪场选用灭活疫苗, 以防止散毒的危险; 对于蓝耳病不稳定的猪场选用弱毒活疫苗, 以控制和净化病毒; 同时应坚持只免疫一种毒株的活苗, 降低毒性反强风险。

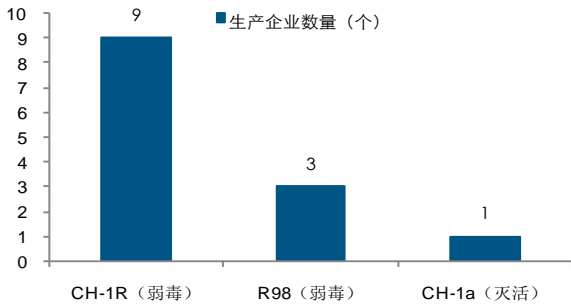
表 12: 灭活疫苗与活疫苗优缺点比较

疫苗种类	优点	缺点
灭活疫苗	1、使用安全, 无毒力; 2、疫苗抗原性稳定, 易保存; 3、可制成多种联合疫苗或多价苗; 4、抗原在体内存留时间稍长, 增强免疫原性	1、价格较贵, 需注射; 2、疫苗注射量大, 保存中占库房地积较大; 3、抗原需浓缩, 制造工艺较复杂; 4、不产生局部免疫力
活疫苗	1、接种时用量少; 2、可在局部及全身产生免疫抗体; 3、可经饮水、气雾等途径接种; 4、疫苗较易制造, 价格便宜	1、反复使用可出现变异及毒力返强, 不安全; 2、制造材料不纯, 在疫苗中可污染其它病原; 3、强毒力活疫苗使用后可散毒; 4、疫苗保存及使用均需低温

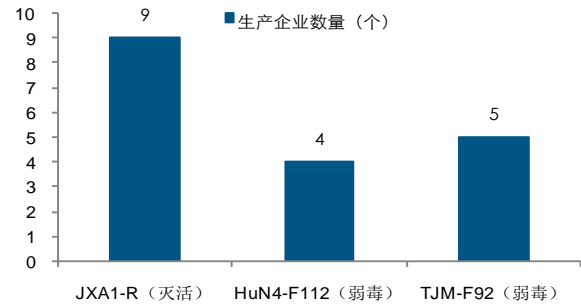
资料来源: 长江证券研究部

图 23: 中国经典猪蓝耳疫苗主要毒株生产企业数量

图 24: 中国高致病性猪蓝耳疫苗主要毒株生产企业数量



资料来源：中国兽医药品监察所信息处，长江证券研究部



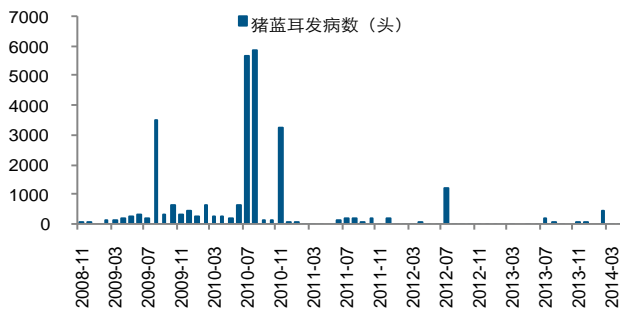
资料来源：广东政府采购网，长江证券研究部

市场容量出现逐年下滑 政府放开同样值得期待

近年来猪蓝耳疫苗市场容量出现逐年下滑，未来市场化销售改革值得期待。中国猪蓝耳疫苗市场容量由 2009 年的 10.71 亿元逐步缩减到 2013 年的 5.67 亿元，降幅高达 47%，我们认为，容量下滑主要源于：1、全国猪蓝耳病情趋于稳定，部分养殖户降低了对猪蓝耳疫苗的使用量；2、政府招标的高致病性猪蓝耳疫苗价格出现一定程度的回落；3、较多的生产厂家与同质化的产品加大了市场竞争，导致市场产品价格下降。

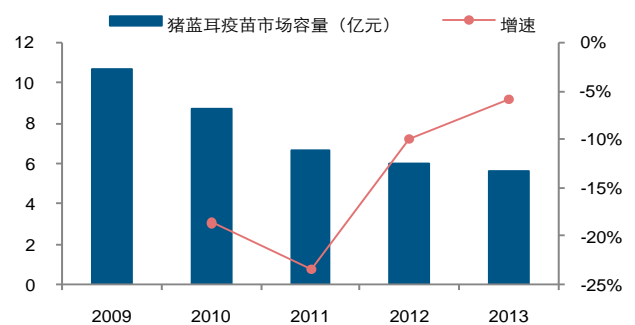
我们判断，如果政府实行强免疫苗市场化销售改革，猪蓝耳疫苗或将是继猪瘟疫苗之后第二个完全放开的品种，主要原因与猪瘟疫苗类似，即产能过剩带来的激烈竞争以及规模养殖带来的市场需求；经过测算，若国家完全放开猪蓝耳疫苗市场，其规模将由目前 6 亿元增至 16 亿元，存在近 3 倍的提升空间。

图 25：中国猪蓝耳发病数量逐渐减少



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 26：中国猪蓝耳市场容量出现逐年萎缩



资料来源：公开信息，长江证券研究部

表 13：中国猪蓝耳疫苗使用量及免疫覆盖情况

时间	猪蓝耳疫苗使用量 (亿头份)	猪存栏头数 (亿头)	免疫覆盖率 (%)
2005	0.21	11.64	2
2006	0.21	11.75	2
2007	1.63	10.05	16
2008	3.23	10.73	30
2009	3.45	11.15	31

资料来源：OIE，长江证券研究部

表 14：中国猪蓝耳疫苗目前市场规模在 6 亿元左右

种类	数量 (亿头)	年免疫次数	需求量 (亿头份)	市场规模 (亿元)
商品猪年出栏	7.16	2	10.02	5.01
母猪存栏	0.46	2.2	0.71	0.64
后备母猪存栏	0.17	2	0.24	0.21
公猪存栏	0.03	3	0.06	0.05
合计			11.03	5.91

资料来源: Wind, 长江证券研究部测算

表 15: 若国家放开猪蓝耳疫苗市场, 其规模将由目前 6 亿元增至 16 亿元

种类	数量 (亿头)	年免疫次数	理论需求 (亿头份)	实际需求 (亿头份)	规模测算 (亿元)
商品猪年出栏	7.16	2	14.32	7.16	14.32
母猪存栏	0.46	2.2	1.01	0.7084	1.42
后备母猪存栏	0.17	2	0.34	0.238	0.48
公猪存栏	0.03	3	0.09	0.063	0.13
合计			15.76	8.17	16.34

资料来源: Wind, 长江证券研究部

猪瘟疫苗: 激烈的市场竞争或将推动政府率先放开

我们认为, 现阶段由于产能过剩、产品同质化、疫情日趋稳定等原因, 中国猪瘟疫苗市场容量出现下滑, 且竞争格局更为激烈。我们判断, 后期猪瘟疫苗极有可能取消政府招标, 成为首个政府完全放开并率先走向市场化的强免疫品种。我们测算, 若国家完全放开猪瘟疫苗市场, 其规模将由现阶段的 1 亿元增至 5 亿元, 存有 5 倍左右提升空间。

图 27: 中国猪瘟疫苗生产厂家地域分布

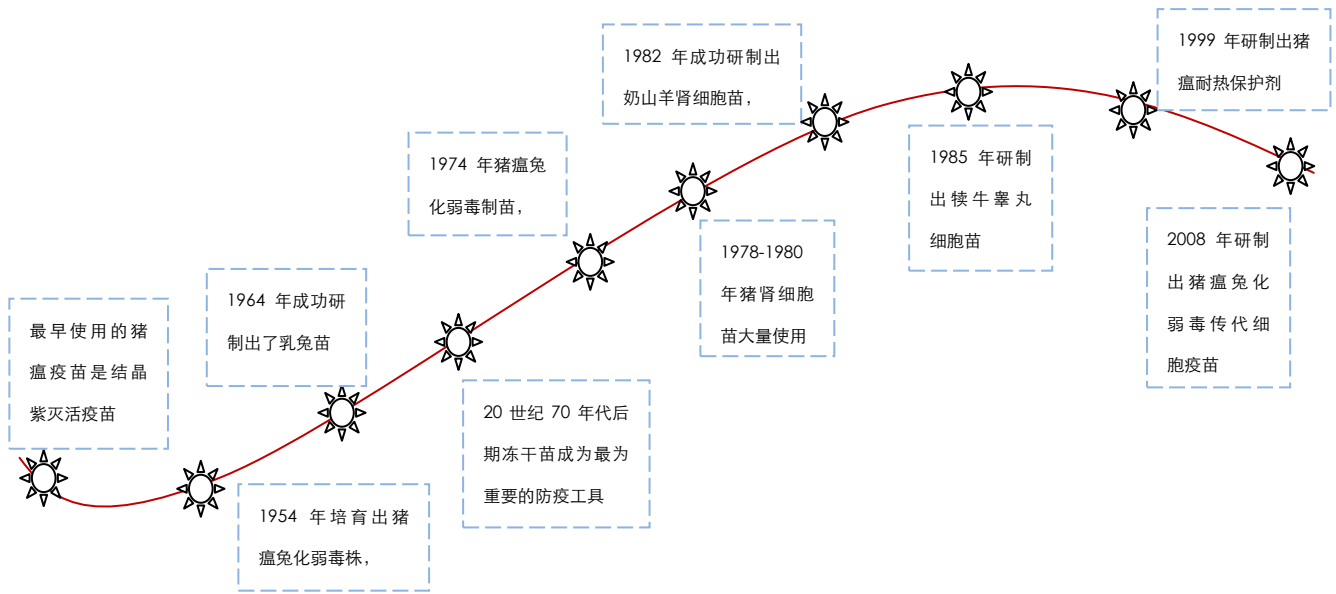


资料来源：长江证券研究部

发展历程：目前以组织源或细胞源活疫苗为主

中国猪瘟疫苗经历了由灭活疫苗到弱毒活疫苗，由组织苗到细胞苗的研发生产历程。最早的结晶紫灭活疫苗，由于免疫效果差、产量低，很快遭到淘汰；1954年兽监所培育出猪瘟兔化弱毒株，具有良好的安全性和免疫原性，成为目前世界上应用最为广泛的疫苗；1975年兽监所组织将兔化弱毒接种猪肾原代细胞进行工厂化制苗；1980-1985年陆续研制出绵羊肾细胞苗，奶山羊肾细胞苗和犍牛睾丸细胞苗；1999年研制出猪瘟耐热保护剂疫苗；2008年研制出猪瘟兔化弱毒传代细胞疫苗。

图 28：中国猪瘟疫苗发展历程



资料来源：长江证券研究部

现阶段猪瘟疫苗产品以组织源或细胞源活疫苗为主，具体包括脾淋苗、乳兔苗、牛宰丸细胞苗和ST传代细胞苗。其中，前两者属于组织源疫苗，后两者属于细胞源疫苗。细胞苗在检测时效价最高，临床上的应激反应也最小，但是实际应用过程中的保护力却最差；脾淋苗在实际过程中保护力是最高的，但是应激反应最大，如果不注意会出现死亡；乳兔苗则介于两者之间。

表 16：中国主要猪瘟疫苗品种比较

	脾淋苗（兔源）	乳兔苗（兔源）	细胞活疫苗（细胞源）
抗原性	最好	好	较好
免疫感染量/头份	> 450	150（国标）	750（国标）
过敏反应	较低	较高	较低
免疫期	18个月	12个月	12个月
制苗成本	高	较低	低
受原材料影响	低	低	高
推荐免疫剂量	1头份	3-4头份	4头份以上

资料来源：公开信息，长江证券研究部

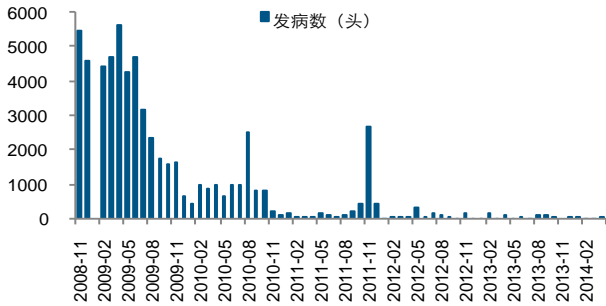
市场竞争最为激烈 或将成为率先开放的强免疫品种

现阶段四大强免疫品种中，猪瘟疫苗市场竞争最为激烈。中国猪瘟疫苗产品类型有兔源、细胞源和传代细胞源三种，对应生产企业各有 37、45 和 18 家。近年来，猪瘟发病率持续回落，政府招标均价出现下降，市场容量不断缩减。

我们认为，猪瘟疫苗市场过度竞争主要源于：1、中国猪瘟疫苗研究成熟，技术壁垒逐渐降低，市场产品同质化严重；2、中国的生猪供给关乎国计民生，政府极为重视猪病防治，对生产企业审批也较为宽松；3、目前中国猪瘟疫情在一定程度上得到控制，疫苗价格和需求出现下降。我们判断，在目前的情况下，猪瘟疫苗极有可能成为首个政府放开，走向市场化的强免疫品种，从而加速优胜略汰，形成更为合理的市场格局。我

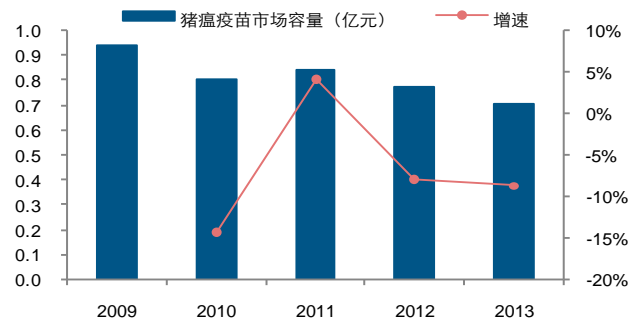
们测算,若国家完全放开猪瘟疫苗市场,其规模将由现阶段的1亿元增至5亿元,存在5倍左右提升空间。

图 29: 中国猪瘟发病数出现持续回落



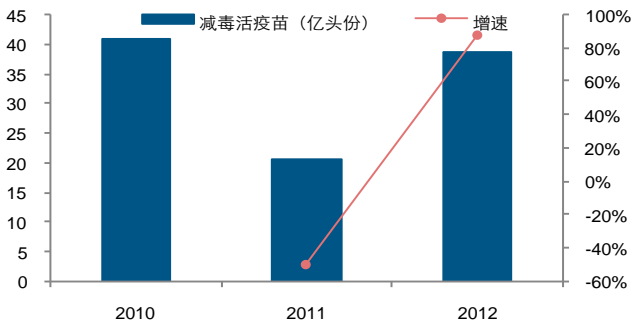
资料来源: 中国政府网, 长江证券研究部

图 30: 中国猪瘟疫苗市场容量出现不断萎缩



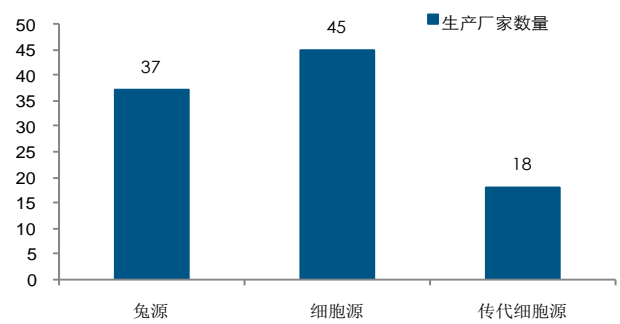
资料来源: 长江证券研究部

图 31: 中国猪瘟减毒活疫苗产量有所下降



资料来源: OIE, 长江证券研究部

图 32: 中国各类型猪瘟疫苗生产厂家数量



资料来源: 长江证券研究部

表 17: 中国猪瘟疫苗使用量及免疫覆盖情况

时间	猪瘟疫苗使用量 (亿头份)	猪存栏头数 (亿头)	免疫覆盖率 (%)
2005	4.34	11.64	37
2006	7.94	11.75	68
2007	7.87	10.05	78
2008	8.44	10.73	79
2009	9.23	11.15	83

资料来源: OIE, 长江证券研究部

表 18: 中国猪瘟疫苗目前市场规模在 1 亿元左右

种类	数量 (亿头)	年免疫次数	需求量 (亿头份)	市场规模 (亿元)
商品猪年出栏	7.16	2.5	10.74	0.86
母猪存栏	0.46	2.5	0.69	0.10
后备母猪存栏	0.17	2	0.20	0.03
公猪存栏	0.03	2	0.04	0.01
合计			11.67	1.00

资料来源: Wind, 长江证券研究部测算

表 19: 若国家完全放开猪瘟疫苗市场, 其规模将由现阶段的不到 1 亿元增至 5 亿元

种类	数量 (亿头)	年免疫次数	理论需求 (亿头份)	实际需求 (亿头份)	规模测算 (均价0.5元)
商品猪年出栏	7.16	2.5	17.9	8.95	4.48
母猪存栏	0.46	2.5	1.15	0.805	0.40
后备母猪存栏	0.17	2	0.34	0.238	0.12
公猪存栏	0.03	2	0.06	0.042	0.02
合计			19.45	10.04	5.02

资料来源: Wind, 长江证券研究部测算

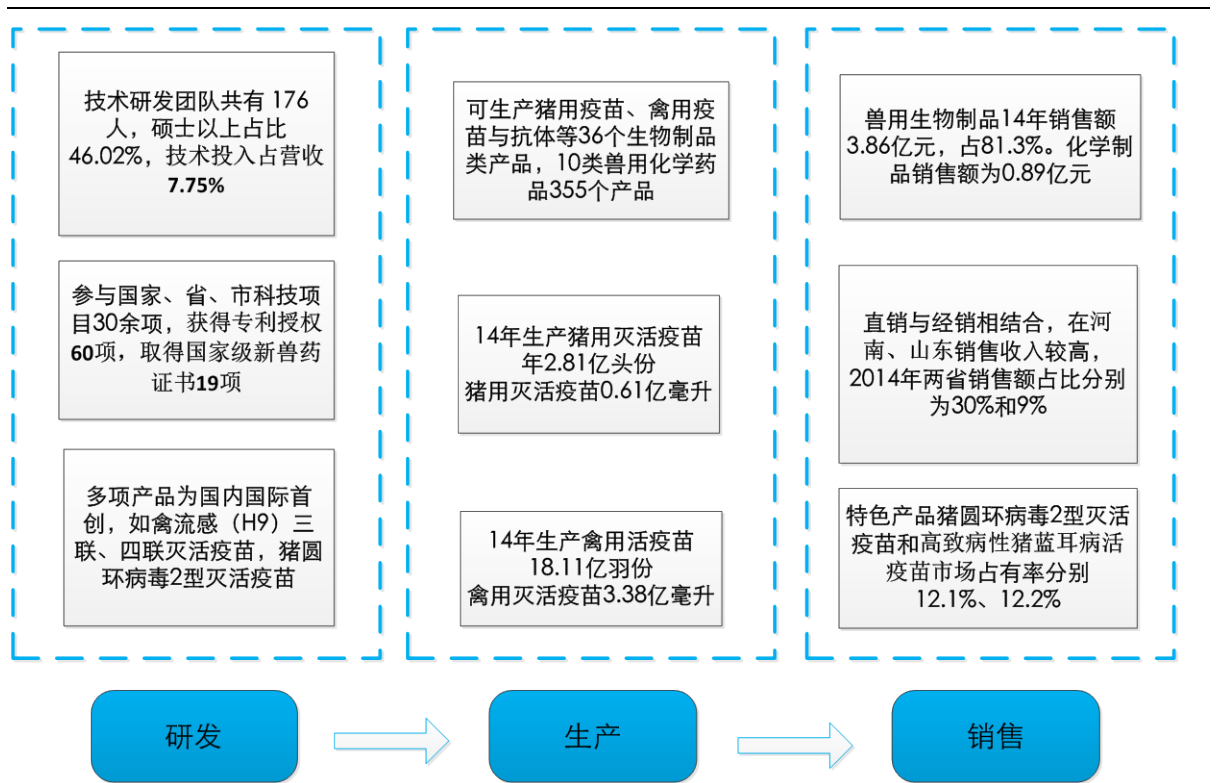
公司深度分析

集研、产、销一体综合型兽药企业

普莱柯是集研发、生产、销售、服务于一体的创新型生物制品生产企业。公司可生产猪用疫苗、禽用疫苗与抗体等 36 个生物制品类产品和散剂、粉剂、注射剂等 10 类化学药品 355 个产品, 公司主要产品新-支-流三联灭活疫苗、新-支-减-流四联灭活疫苗、鸡法氏囊病精制蛋黄抗体、鸭病毒性肝炎精制蛋黄抗体市场份额在细分市场位居行业第一, 公司禽流感 (H9) 三联、四联灭活疫苗填补了国际空白; 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗填补了国内空白。

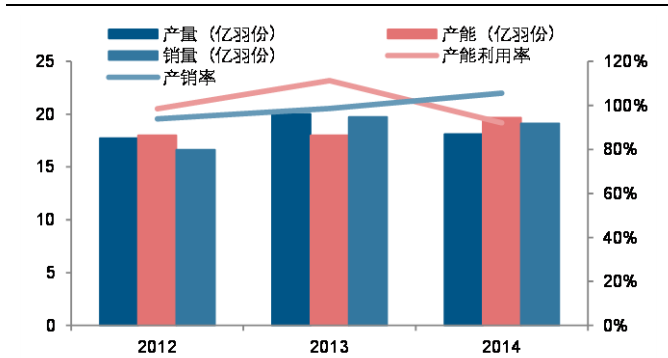
目前公司禽用活疫苗年产量、产能利用率分别为 19.67 亿羽份、92.05%, 禽用灭活疫苗年产量、产能利用率分别为 5.25 亿毫升、64.41%, 猪用灭活疫苗年产量、产能利用率分别为 3.00 亿头份、93.73%, 猪用灭活疫苗年产量、产能利用率分别为 1.50 亿毫升 (猪圆环病毒 2 型灭活疫苗产能 0.75 亿毫升或猪蓝耳病灭活疫苗产能 1.5 亿毫升)、59.34%。

图 33: 公司兽药生产经营模式



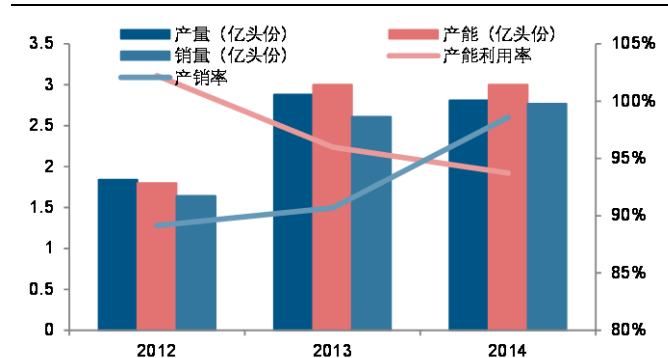
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 34：2012~2014 年胚毒活疫苗产销量情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

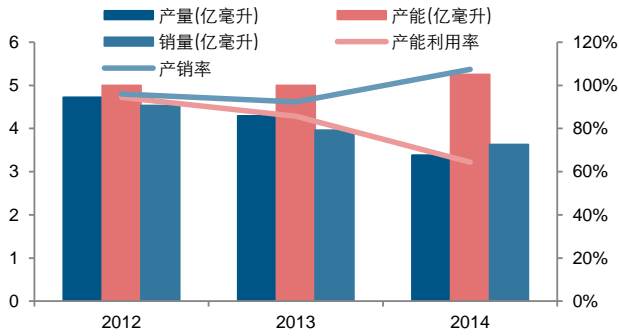
图 35：2012~2014 年细胞毒活疫苗产销量情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

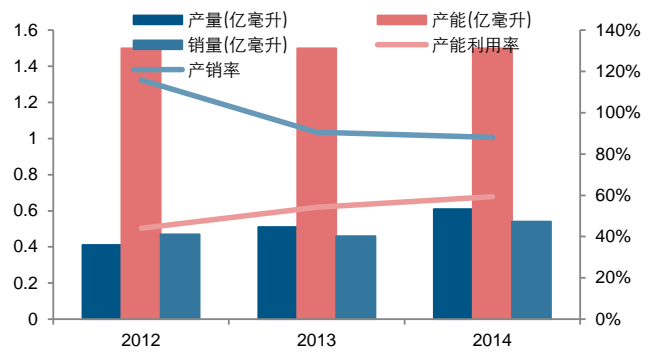
图 36：2012~2014 年胚毒灭活疫苗产销量情况

图 37：2012~2014 年细胞毒毒灭活疫苗产销量情况



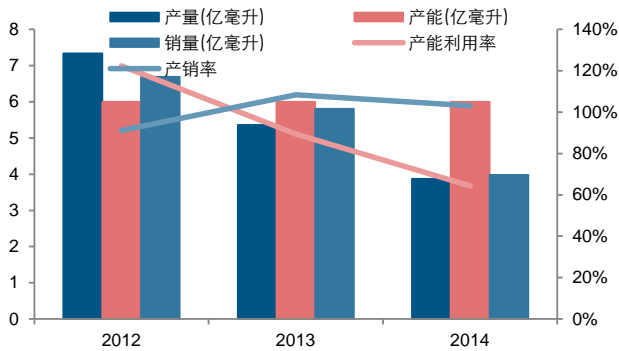
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 38: 2012~2014 年蛋黄抗体产销量情况



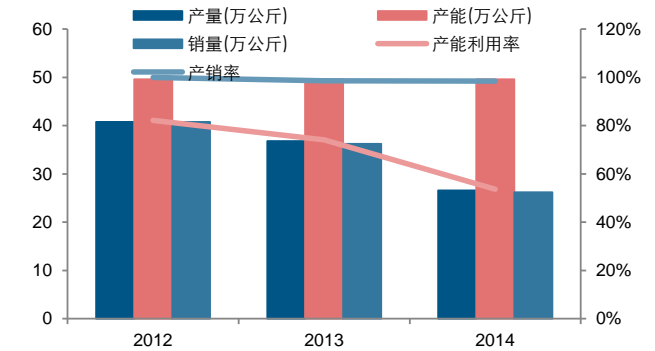
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 39: 2012~2014 年化学药品-粉剂/预混剂产销量情况



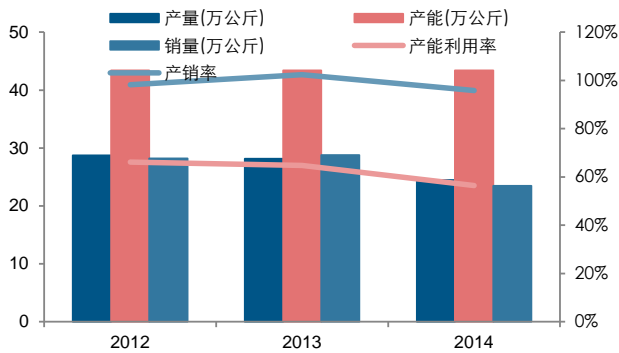
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 40: 2012~2014 年化学药品-颗粒剂产销量情况



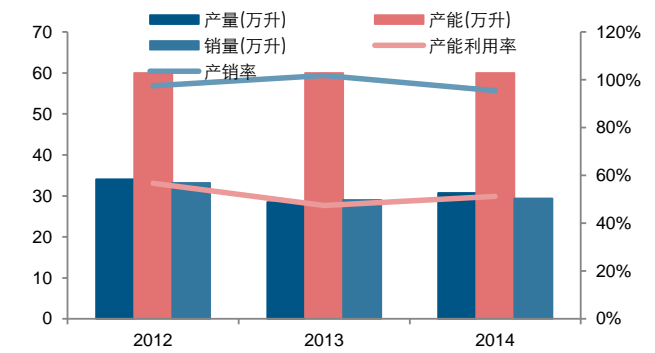
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 41: 2012~2014 年化学药品-口服剂产销量情况



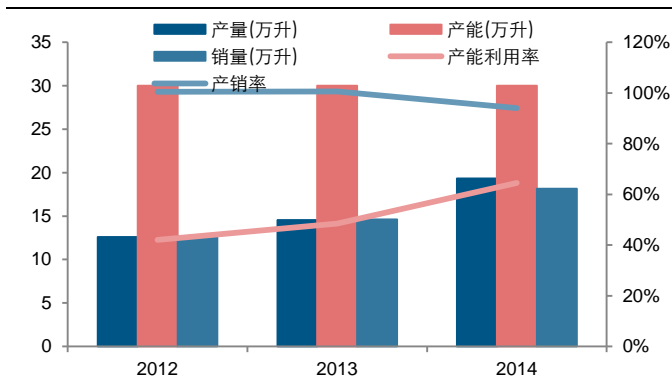
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 42: 2012~2014 年公司化学药品-消毒剂产销量情况

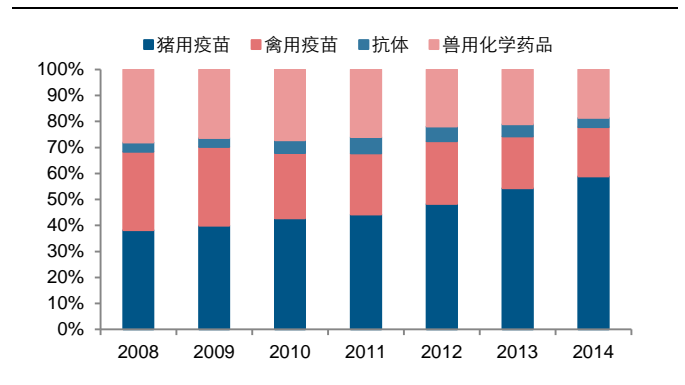


资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 43: 2008~2014 年公司主要产品销售占比情况

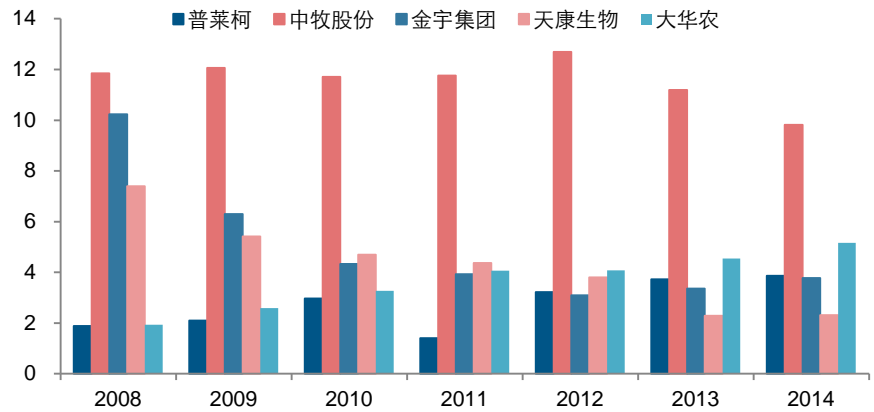


资料来源：招股说明书，长江证券研究部



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 44：主要上市公司兽用生物制品收入情况（亿元）



资料来源：WIND，长江证券研究部

公司核心竞争力在于研发和技术产业化优势、丰富的产品线优势及营销优势

公司核心竞争力主要体现在：(1) 公司在产品研发和技术成果产业化方面优势明显；(2) 公司具备完整丰富的产品线；(3) 公司具备先进的营销模式。

研发和技术成果产业化优势

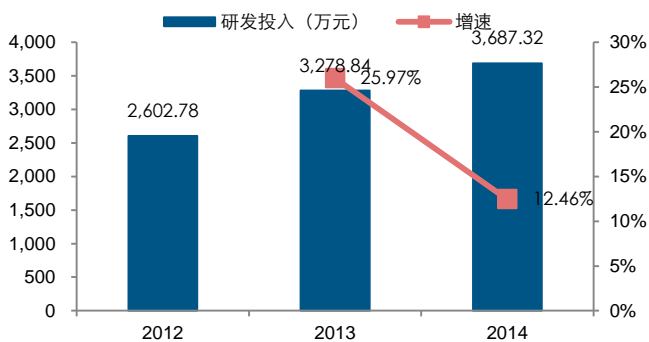
公司的技术优势主要体现在：(1) 领先的技术创新与产品研发能力。(2) 有效的技术成果产业化运行机制。(3) 高素质的技术研发队伍。

公司具有领先的技术创新与产品研发能力。目前，公司已经掌握了多项国内领先、国际先进的兽用药品生产工艺技术，其中包括抗原浓缩纯化技术、细胞克隆技术、疫苗新型佐剂、多联多价疫苗技术、化学合成（半合成）药物及药物新剂型研究开发、中兽药有效部位及有效单体研究开发等重要关键技术。公司国内首创的猪圆环病毒 2 型灭活疫苗通过抗原纯化技术、细胞克隆技术的应用，显著提高了疫苗的免疫效果与稳定性；禽流感（H9）四联灭活疫苗在抗原浓缩工艺和纯化工艺上创新，成为国内第一个可同时预防新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征和禽流感四种疫苗的四联灭活疫苗。

在猪圆环疫苗领域，公司依托业内领先的技术研发实力与生产工艺水平，运用细胞克隆技术，成功克隆出对猪圆环病毒 2 型毒株敏感的克隆细胞系，使得抗原含量显著提高。同时，通过采用国内领先的双相复乳佐剂等生产工艺技术，保证了疫苗产品较高的效价水平与稳定性。公司还采用先进的免疫组化技术、参考疫苗技术，率先建立了猪圆环病毒 2 型灭活疫苗国家标准。公司开发的猪圆环病毒 2 型灭活疫苗研制成功打破了进口猪圆环病毒疫苗垄断国内市场的格局，极大地降低了国内猪圆环病毒病的市场防控成本。

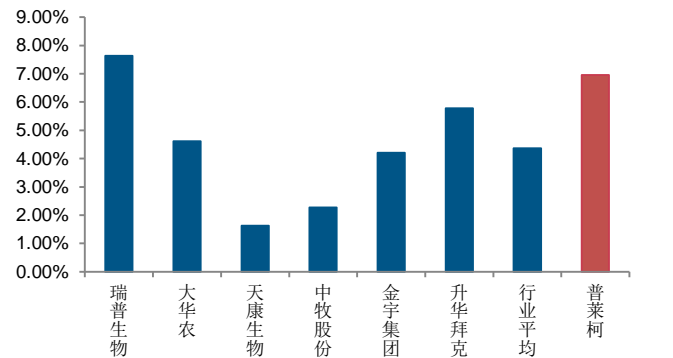
在猪蓝耳疫苗领域，公司凭借雄厚的技术研发实力及成熟的疫苗生产与检测技术，成为首批 6 家高致病性猪蓝耳病灭活疫苗（NVDC-JXA1 株）定点生产企业之一，并于 2010 年 7 月获得了高致病性猪蓝耳病活疫苗的定点生产企业资格。为确保疫苗高品质，公司采用了高效的免疫佐剂、高质量的牛血清以及 DMEM 等优质进口原料进行生产，疫苗检测试剂多使用进口的生化试剂，以确保产品质量优良。经检测，本公司生产的疫苗抗原毒价含量显著高于国家标准。

图 45：公司近三年技术开发费不断增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 46：公司技术开发费占营收比重在同行业中处于较高水平



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司建立有效的技术成果产业化运行机制。公司与南京农业大学、哈兽研、施怀哲公司等国内外科研机构在兽用疫苗、高新制剂、动物专用抗生素及合成药等方面建立了良好的技术合作关系，开发成功了猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、鸭瘟灭活疫苗，已从各科研院所累计转让 12 项技术与产品。

表 20：公司正在进行的合作研发项目的具体情况

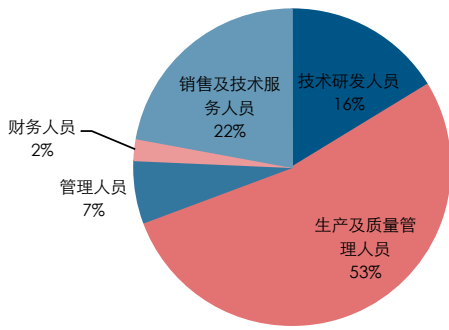
序号	正在从事的研发项目	合作方	技术目标	开发成果约定	技术水平
1	猪圆环病毒、副猪嗜血杆菌二联灭活疫苗	南京农业大学	研制开发猪圆环病毒、副猪嗜血杆菌二联灭活疫苗，并申报新兽药证书	相关技术成果和知识产权归双方共同所有	国内领先
2	猪圆环病毒基因工程疫苗	南京农业大学	研制开发猪圆环病毒基因工程疫苗，并申报新兽药证书	相关技术成果和知识产权归双方共同所有	国内先进
3	猪支原体肺炎灭活疫苗 (NJ 株) 研发	江苏省农业科学院和其他三家兽药企业	研究开发猪支原体肺炎灭活疫苗 (NJ 株)，并联合申请新兽药证书	知识产权归江苏省农业科学院所有，普莱柯拥有免费的使用权和生产权	国内先进
4	鸭瘟、禽流感 (H9 亚型) 二联灭活疫苗研发	中监所	研制什通、禽流感 (H9 亚型) 二联灭活疫苗，并申报新兽药证书	相关技术成果和知识产权归双方共同所有	国际领先
5	猪伪狂犬基因工程耐热保护剂活疫苗研发	四川农业大学	研制猪伪狂犬基因工程耐热保护剂活疫苗，并申报新兽药证书	普莱柯拥有全部产权，四川农业大学拥有部分技术转让权	国内先进

6	鸡新城疫 (LaSota 株)、传染性支气管炎 (M41 株)、禽流感 (H9N2 亚型, Re-9 株) 三联灭活疫苗研发	哈兽研、哈尔滨维科生物技术开发公司	研制鸡新城疫 (LaSota 株)、传染性支气管炎 (M41 株)、禽流感 (H9N2 亚型, Re-9 株) 三联灭活疫苗, 并申报新兽药证书	技术使用权归三方共同所有, 技术转让权归普莱柯和哈兽研所有	国内领先
7	鸡新城疫和传染性支气管炎 (肾型疫苗株) 二联活疫苗研发	哈兽研和其他六家兽药企业	协助哈兽研研制鸡新城疫和传染性支气管炎 (肾型疫苗株) 二联活疫苗, 并联合申报新兽药证书	普莱柯享有产品的生产权和销售权	国内领先
8	猪细小病毒一乙型脑炎二联灭活疫苗研发	南京农业大学	研制猪细小病毒一乙型脑炎二联灭活疫苗, 并申报新兽药证书	技术成果及新兽药证书由双方共有, 普莱柯还享有技术使用权和转让权	国内领先
9	新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗生产工艺研究	青岛易邦生物工程公司	新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗生产及检验用种毒的筛选、鉴定及优化, 疫苗生产工艺及检验方法标准研究, 并申报临床试验和国家新兽药证书	知识产权归双方共同所有	国内领先
10	狂犬病灭活疫苗开发	中国人民解放军军事医学科学院军事兽医研究所	研制狂犬病灭活疫苗 (VNUK0V0-32/37 株), 并申报新兽药证书	本公司与其他各方享有技术使用及转让权利	国内先进
11	H9 亚型活载体疫苗产品研发	哈兽研、瑞普生物、哈尔滨维科、哈尔滨动物生物制品国家工程研究中心有限公司	表达 H9 亚型禽流感病毒 HA 基因重组新城疫 LaSota 株, 并申报临床实验和国家新兽药注册	知识产权归哈兽研所有, 普莱柯拥有生产权和销售权	国内领先
12	鸭黄病毒精制高免蛋黄抗体的研发	福建农业科学院畜牧兽医研究所	研制鸭黄病毒精制高免蛋黄抗体, 并申报新兽药证书	知识产权归双方共同拥有	国内领先
13	猪传染性胸膜肺炎 3 价 (1、5、7 型) 灭活疫苗	四川农业大学	研制猪传染性胸膜肺炎 3 价 (1、5、7 型) 灭活疫苗, 并申报新兽药证书	知识产权归双方共同所有, 技术许可使用权归普莱柯享有	国内先进
14	禽网状内皮组织增生病基因工程亚单位疫苗	哈尔滨动物生物制品国家工程研究中心有限公司、哈兽研和瑞普生物等八家兽药企业	研制禽网状内皮组织增生病基因工程亚单位疫苗并申报新兽药证书	哈尔滨动物生物制品国家工程研究中心和哈兽研拥有新兽药证书的知识产权, 其余各方拥有生产权和销售权	国内领先
15	禽流感 H9N2 亚型 1、4、6 分支三价灭活疫苗的研制	华南农业大学	研制禽流感 H9N2 亚型 1、4、6 分支三价灭活疫苗并申报新兽药证书	知识产权归双方共同所有	国内领先
16	高致病性猪繁殖与呼吸道综合征耐热保护剂活疫苗	中国动物疫病预防控制中心、哈尔滨元亨生物药业有限公司	研制高致病性猪繁殖与呼吸道综合征耐热保护剂活疫苗并申报新兽药证书	知识产权归双方共同所有	国内先进
17	猪圆环病毒灭活疫苗 (水佐剂)	南京农业大学	研制猪圆环病毒灭活疫苗 (水佐剂) 并申报新兽药证书	知识产权归双方共同所有	国内先进
18	猪圆环病毒 2 型基因工程疫苗	斯澳生物科技有限公司	研制猪圆环病毒 2 型基因工程疫苗并申报新兽药证书	知识产权归双方共同所有	国内先进
19	创制新药大环内酯类抗生素原料药及其制剂的研究与开发	中国农业大学	研制创新型大环内酯类抗生素原料药及其制剂, 并申报新兽药证书	知识产权归本公司所有	国内领先

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

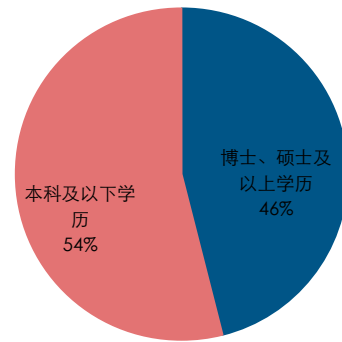
公司具有高素质的技术研发队伍。公司的技术研发团队共有 176 人，占员工总数的 16.27%，其中博士、硕士学历的技术人员占技术研发人员总数的 46.02%。

图 47：公司近三年技术开发费不断增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 48：公司技术开发费占营收比重在同行业中处于较高水平



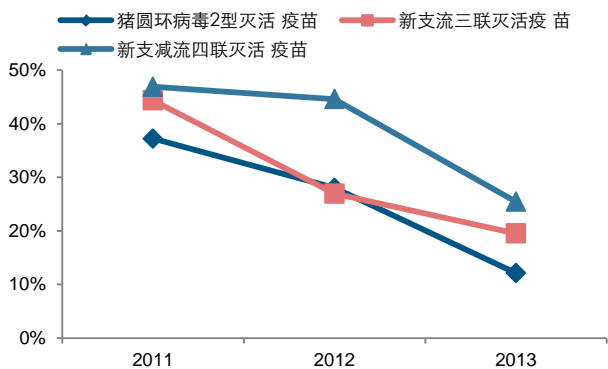
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

完整丰富的产品线

公司的产品线优势在三个方面体现：(1) 多项产品为国际、国内首创，显著提高毛利率水平；(2) 公司具备完整丰富的产品系列，提高市场占有率；(3) 公司产品技术含量高、工艺先进，竞争优势明显。

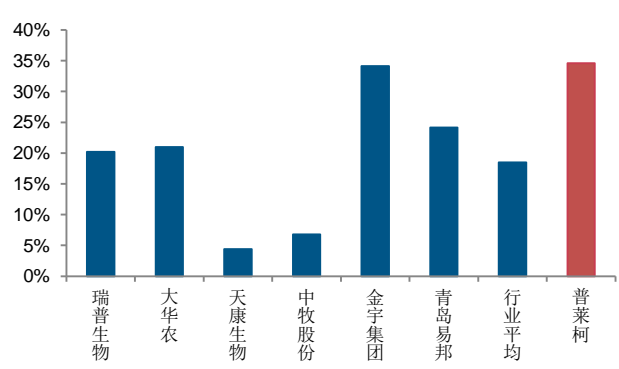
公司多项产品为国际、国内首创，显著提高毛利率水平。公司所产禽流感（H9）三联、四联灭活疫苗系国际首创，猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、动物专用抗生素原料药及制剂盐酸沙拉沙星、头孢噻唑等产品系国内首创。受市场竞争加剧影响首创产品市场份额不断下滑，但仍处于市场前三位。公司近三年平均销售净利率为 31.64%，显著高于行业平均水平。

图 49：公司首创产品市场占有率



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 50：首创产品多使公司毛利率显著高于行业平均水平（2013）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 21：公司主要产品市场份额和市场排名

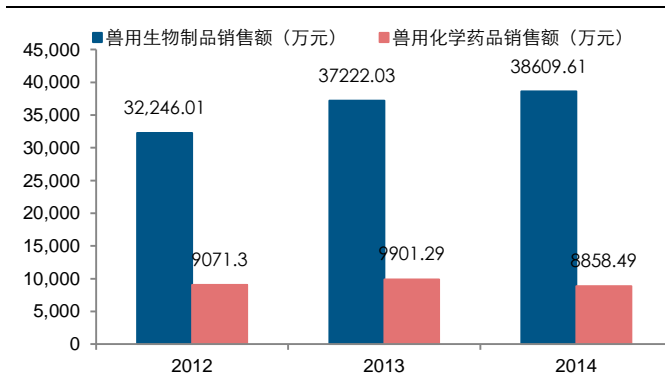
序号	产品名称	2013 年		2012 年		2011 年	
		市场份额	市场排名	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名

1	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	12.13%	3	28.01%	1	37.21%	1
2	高致病性猪蓝耳病灭活疫苗	2.86%	12	4.37%	10	13.56%	2
3	高致病性猪蓝耳病活疫苗	12.24%	2	9.58%	4	9.49%	5
4	新支流三联灭活疫苗	19.51%	1	26.96%	1	44.34%	1
5	新支减流四联灭活疫苗	25.42%	1	44.60%	1	46.88%	1
6	鸡新支减三联灭活疫苗	9.26%	3	10.02%	3	18.11%	2
7	鸡法氏囊病精制蛋黄抗体	89.77%	1	95.40%	1	94.43%	1
8	鸭病毒性肝炎精制蛋黄抗体	91.30%	1	100.00%	1	94.01%	1

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

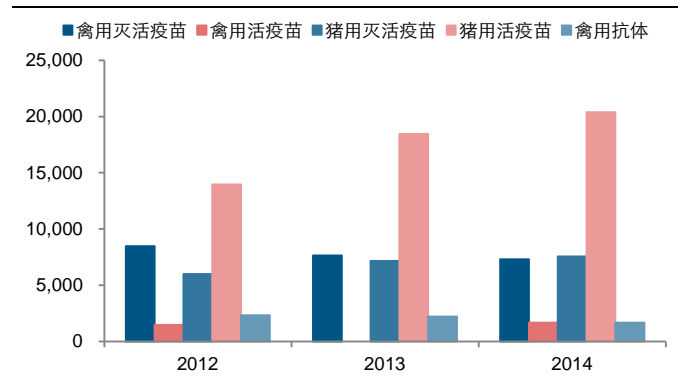
公司具备完整丰富的产品系列，能满足养殖户多样化、差异化的需求，提高市场占有率。公司产品种类涉及猪用疫苗、禽用疫苗、禽用抗体、冻干粉针剂、粉针剂、大小容量注射剂、片剂、口服溶液剂、颗粒剂、粉剂、预混剂、消毒剂等多系列多品种。完整丰富的产品系列满足了养殖户多样化、差异化的需求，从而提升了公司的市场占有率，并提高了公司把握和应对疫情波动的能力。

图 51：2012-2014 年公司产品销售额



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 52：2012-2014 年公司兽用生物制品销售额



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 22：公司兽用药品品种齐全丰富

主要产品种类	主要产品	主要用途
猪用活疫苗	高致病性猪蓝耳病活疫苗、猪瘟活疫苗、 伪狂犬活疫苗等	
猪用灭活疫苗	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、高致病性猪 蓝耳病灭活疫苗等	
禽用活疫苗	鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗 (B87 株), 鸡新城疫、传染性支气管 炎二联活疫苗 (La Sota 株+H120 株), 鸡新城疫耐热保护剂活疫苗 (La Sota 株)	畜禽疾病预防
禽用灭活疫苗	新-支-流三联灭活疫苗、新-支-减-流四 联灭活疫苗、新-支-减三联灭活疫苗、 新-支二联灭活疫苗、新-流二联灭活疫苗	
禽用抗体	鸡传染性法氏囊病精制蛋黄抗体、鸭病 毒性肝炎精制蛋黄抗体	禽病治疗
兽用化学 药品	注射用头孢噻呋、头孢噻呋注射液、恩 诺沙星注射液、硫酸头孢喹酮注射液、 盐酸多西环素注射液等	畜禽疾病治疗
中兽药	双黄连口服液、苓黄口服液、板青颗粒 等	

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司产品技术含量高、工艺先进，竞争优势明显。公司已经掌握抗原浓缩纯化技术、细胞克隆技术、疫苗新型佐剂、多联多价疫苗技术、化学合成（半合成）药物及药物新剂

型研究开发、中兽药有效部位及有效单体研究开发等重要关键技术，进一步巩固了竞争优势。

表 23：公司在生产过程中成熟应用的核心技术

序号	技术名称	技术内涵	技术水平	技术应用产品	技术所处阶段
生物制品类					
1	细胞克隆技术	利用细胞克隆技术，成功克隆出敏感细胞系，并应用于猪蓝耳病疫苗、猪圆环病毒 2 型疫苗等，毒价提高 10 倍以上，疫苗质量大幅度提高。	国内先进	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株)、猪蓝耳病疫苗	批量生产
2	多联多价疫苗抗原组配技术	解决了多联多价疫苗的复配、免疫干扰等技术难题。	国内领先	鸡新支流三联灭活疫苗、鸡新支减流四联灭活疫苗等	批量生产
3	膜分离纯化技术	利用膜分离技术对抗原去除杂质，制成的疫苗纯度高，成品副反应小。	国内领先	鸡新支流三联灭活疫苗、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	批量生产
4	抗原超滤浓缩技术	利用超滤技术对抗原进行浓缩，抗原含量可提高 5~10 倍，成品抗原含量高、免疫剂量小、应激反应小。	国内领先	鸡新支流三联灭活疫苗：鸡新支减流四联灭活疫苗、鸡新支减三联灭活疫苗等	批量生产
5	鸡传染性支气管炎灭活疫苗血清学效力检验标准制定	国内第一个建立了鸡传染性支气管炎灭活疫苗血清学效力检验标准和检验标准，解决了长期困扰我国鸡传染性支气管炎灭活疫苗效力检验无具体量化标准方法的技术难题。	国内领先	鸡新支二联灭活疫苗、鸡新支流灭活疫苗、鸡新支减流四联灭活疫苗等	批量生产
6	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗检验技术	国内第一家应用间接免疫荧光技术检测病毒含量，缩短了检验时间，提高了检验的准确度；采用参考疫苗对成品进行效力检验，用实验动物替代靶动物，降低了检验成本，提高了检验效率。	国内领先	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株)	批量生产
7	高密度细胞培养技术	通过提高单位体积细胞的数量，从而提高单位体积产生的病毒液的病毒含量	国内领先	病毒类疫苗	批量生产
8	新型免疫佐剂技术	通过新型免疫佐剂的应用提高现有产品的底量，包括安全性及免疫效力的提高	国内领先	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	批量生产
9	耐热冻干保护剂技术	通过应用耐热冻干保护剂技术使活疫苗实现 2-8 度冷藏，便于产品的运输和保存，从而保证了产品的质量	国内领先	鸡新城疫活疫苗、鸡传染性法氏囊耐热保护剂活疫苗	批量生产
10	低血清细胞培养技术	调整细胞培养基的配方，从而降低血清的使用量，提高产品的质量，降低副反应。	国内领先	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	批量生产
11	双相复乳技术	调整乳化剂以及乳化技术参数从而制备出双相乳剂，佐剂质量好性能优越，从而增强产品的质量，降低产品的副反应。	国内领先	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	批量生产
12	参考疫苗制备技术	该技术与国际疫苗生产接轨，采用实验动物（小鼠）替代免疫对象本生物（猪）来检测疫苗效价，避免了以往效力检验中对实验用猪的筛选，降低了成本、节省了时间，并提高了检测结果的准确性与稳定性。	国内先进	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	批量生产
13	猪瘟活疫苗效力检验技术	成功研发并建立了利用间接免疫荧光法定量检测猪瘟活疫苗效力的技术，可直接检测疫苗成品、半成品抗原含量，技术先进、结果准确、重现性好。	国内领先	猪瘟活疫苗	批量生产
14	免疫组化诊断和疫苗质量检验技术	本技术利用间接过氧化物酶染色法对石蜡切片组织内的特定抗原进行检测和定位，具有定位精确、特异性高、敏感性强和判断直观等优点。	国内先进	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	批量生产

化学药品类

1	P-内酰胺类动物专用抗生素合成技术	采用催化合成技术,提高产品收率30%以上;产品有关物质降至0.5%以下(标准要求3%);缩短工艺流程,易于控制和连续生产。	国内先进	头孢噻唑	批量生产
2	喹诺酮类动物专用抗生素合成技术	引用络合技术解决了缩合过程中异位取代问题,缩短了工艺流程;与国外同类技术相比收率增加6.8%;质量标准达到美国USP23版标准。	国际先进	乳酸环丙沙星	批量生产
3	冻干粉针技术(注射用头孢噻唑)	冻干后一些易氧化的物质得到了保护,使头孢噻唑更稳定,生物利用度提高。目前,公司拥有国内首家兽用冻干粉针生产线。	国内领先	注射用头孢噻唑	批量生产
4	真空动态提取技术	提取效率和有效成分含量提高;减少有效成分的降解。	国内先进	芩黄口服液、麻杏石甘口服液等	批量生产
5	中药提取液高速离心分离技术	将目标活性成分截取,最大限度的实现有效成分富集和纯化,提高中药制剂的品质。	国内领先	芩黄颗粒等	批量生产
6	缓释制剂技术	实现药物缓慢释放、给药方便、减少动物应激反应、降低用药成本,已成功应用于兽药领域。	国内先进	头孢噻唑注射液	批量生产

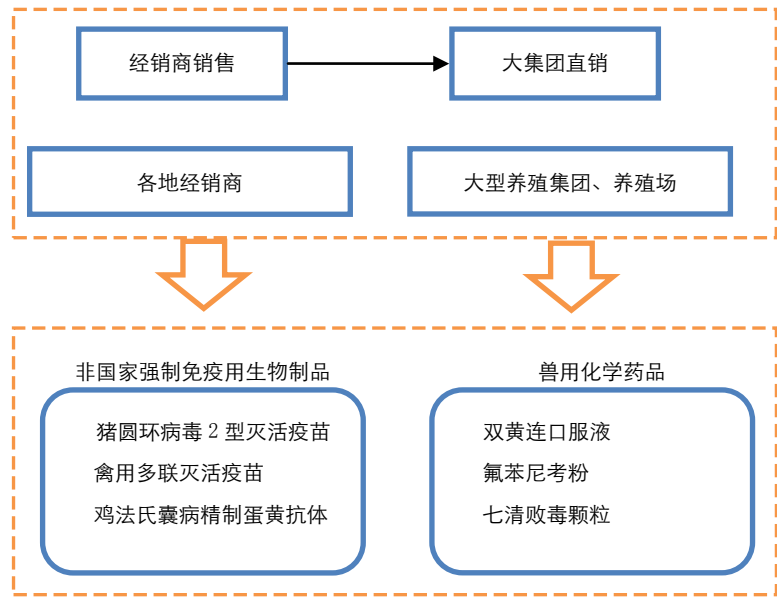
资料来源:招股说明书,长江证券研究部

先进的销售模式优势

公司的营销优势体现在三个方面:(1)通过行业领先的营销模式迅速占领市场;(2)完善的技术营销服务体系为产品快速推广提供了支持;(3)重视企业品牌“普莱柯生物”的品牌锻造、品牌管理和品牌营销。

公司采取经销与直销相结合的营销模式,迅速占领市场。(1)通过招标方式选择经销商。公司对经销商的规模、技术团队、服务能力、营销能力、渠道资源等方面进行综合评定,与具备资质的经销商建立长期合作关系。(2)与经销商合作进行大客户营销。公司利用经销商的渠道资源进行直销客户开拓,以经销带动直销。

图 53: 经销商销售和大客户营销相结合



资料来源：长江证券研究部

表 24：经销商销售和大客户营销特点

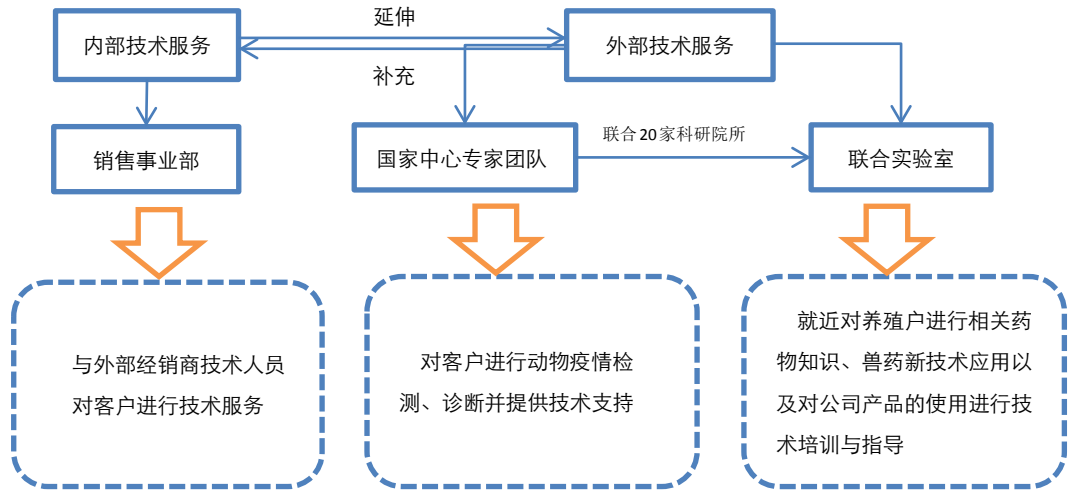
业务模式	条件	特点	信用政策
经销商销售	经销产品为猪用疫苗	对仓储、运输要求很严格，由于猪用市场苗上市较晚，对该类经销商一般规范化管理程度高	先款后货，一般无赊销期
	经销产品为禽用疫苗	对仓储、运输要求很严格，经销商与公司合作时间较长	月底结清当月欠款，一般不超过 1 个月信用期
	经销产品为化药	对仓储、运输要求较低，有效期限较长，可库存销售	1-3 个月信用期
部分符合条件的战略合作经销商	采购量大、合作时间长、信用良好、历史交易情况良好且无坏账记录、下游面向大集团客户较多 造成一定资金压力	根据产品种类、最终用户回款情况不同，给予 1-6 个月不等信用期	
大集团直销		- 养殖规模大，信用良好，系公司优质客户	3-6 个月信用期

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

技术营销服务体系涵盖内部、外部资源，为产品快速推广提供全方位支持。(1) 内部配备技术专员进行客户技术服务。销售事业部配备技术服务总监和技术服务经理，负责同经销商对客户进行技术服务。(2) 外部依托国家中心专家团队和联合实验室延伸服务范围。国家中心专家团队和联合实验室提供疫情监测、诊断及公司产品使用指导，延伸公司技术服务范围。

重视企业品牌“普莱柯生物”的品牌锻造、品牌管理和品牌营销。公司通过多种方式进行品牌内涵的推介与宣传，“普莱柯生物”已成为行业内“高品质、高技术、高附加值”高端代表性品牌之一。

图 54：完善的技术营销服务体系



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司未来看点在于技术创新和产品研发实力

公司重视技术创新和新产品的研发。公司未来将持续专注于兽药行业，巩固技术和产品在行业的领先地位。在兽用生物制品业务方面，公司在三年规划期内拟获取国家级新兽药证书 4-5 个，申报发明专利 40-60 项，制定国家标准 5-6 项。在兽用化学原料药业务方面，公司拟取得 3-5 项国家级一类新兽药发明专利。在兽用化药制剂业务方面，拟获取国家级新兽药证书 4-6 个，申报国家发明专利 30-40 项。

表 25：公司近期兽药项目建设情况

建设主体	项目建设情况
普莱柯	投资 12,000 万元用于兽用生物制品产业化建设项目，侧重于承接公司宠物疫苗成果转化与产业化，包括生产车间及相关配套设施。
惠中生物	投资 15,000 万元用于兽用药品产业化建设，正在进行的食品动物疫苗研发项目 20 余项，部分项目已经进入新兽药注册或临床试验阶段
惠中生物	投资 10,000 万元用于兽用生物制品产业化项目，侧重于承接公司毛皮动物疫苗成果转化与产业化
中科公司	投资 20,000 万元用于开展生物医药与兽用药品技术产品联合研发、检测诊断、科技项目孵化等业务。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目全面升级公司生产、研发、营销软硬件设施

公司本次募集资金投资项目具体包括：(1) 动物疫苗产业化建设项目，主要涉及灭活疫苗和活疫苗两类综合车间的建设，完成后将新增 6 条生产线拟用于 17 个产品的生产；(2) 技术研发中心建设项目，主要涉及技术研发中心综合研发楼、配套动物实验室和共用工程的建设；(3) 营销服务体系升级，涉及总部营销中心升级、营销技术服务网点建设及信息化与商业智能化管理系统建设三大内容；(4) 补充流动资金。

总体上,我们认为募投项目是将在产能、研发能力和营销上全面增强公司实力和竞争力,有利于提升企业的市场占有率和未来发展潜力。

表 26: 募集资金投资项目

募集资金用途	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	募集资金运用进度 (万元)	
			第一年	第二年
动物疫苗产业化建设项目	27,562	27,562	12,000	15,562
技术研发中心建设项目	6,300	5,221.87	2,800	2,421.87
营销服务体系升级与公司信息化 建设项目	7,255	7,255	3,222.30	4,032.70
补充流动资金	16,000	16,000	16,000	--
合计	57,117	56,038.87	34,022.3	22,061.57

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

表 27: 动物疫苗产业化建设项目预计产能和产值

项目车间	预计总产能	产值 (万元)
细胞毒灭活疫苗车间	1.8 亿毫升	15550
组织毒灭活疫苗车间	5.8 亿毫升	10030
细菌灭活疫苗车间	1 亿毫升	2240
细胞毒活疫苗车间项目	1.5 亿头份	8090
组织毒活疫苗车间	30 亿羽份	3900
鸡马立克氏病活疫苗车间项目	10 亿羽份	4800

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

盈利预测

我们预计公司 2015 年、2016 年 EPS 分别为 1.01 元、1.31 元。考虑到行业平均估值, 公司合理估值水平在 25~30 倍, 对应合理的股价区间为 33~39 元。

表 38: 主要动物疫苗公司 PE 情况

	2012A	2013A	2014A	2015E
金宇集团	132	68	43	33
中牧股份	41	45	37	31
瑞普生物	23	22	243	54
天康生物	59	55	45	32
大华农	12	20	37	16
平均值	53	42	81	33

资料来源: Wind, 长江证券研究部

投资风险

(1) 行业风险: 养殖业规模化进展缓慢; (2) 公司风险: 募投项目进展不达预期。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	476	545	670	798	货币资金	214	342	524	763
营业成本	119	129	143	156	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	357	416	528	642	应收账款	121	138	170	202
%营业收入	75.0%	76.4%	78.7%	80.4%	存货	53	57	63	68
营业税金及附加	3	4	5	6	预付账款	3	4	4	5
%营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	107	125	154	188	流动资产合计	391	541	761	1039
%营业收入	22.5%	23.0%	23.0%	23.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	88	96	121	152	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	18.5%	17.6%	18.0%	19.0%	长期股权投资	6	6	6	6
财务费用	-1	-1	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	固定资产合计	294	326	345	349
资产减值损失	2	0	0	0	无形资产	115	109	104	99
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	158	192	249	298	其他非流动资产	30	30	30	30
%营业收入	33.1%	35.2%	37.2%	37.4%	资产总计	838	1012	1246	1522
营业外收支	9	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	167	192	249	298	应付款项	31	32	36	39
%营业收入	35.1%	35.2%	37.2%	37.4%	预收账款	19	22	27	32
所得税费用	27	31	40	48	应付职工薪酬	9	10	11	12
净利润	140	161	209	251	应交税费	4	4	5	6
归属于母公司所有者的净利润	140.3	160.9	209.3	250.7	其他流动负债	64	71	85	100
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	126	139	163	189
EPS (元/股)	0.88	1.01	1.31	1.57	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	29	29	29	29
					负债合计	154	167	192	218
					归属于母公司	684	845	1054	1305
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	684	845	1054	1305
					负债及股东权益	838	1012	1246	1522
					基本指标				
						2014A	2015E	2016E	2017E
					EPS	0.877	1.006	1.308	1.567
					BVPS	4.27	5.28	6.59	8.15
					PE	17.72	15.44	11.87	9.91
					PEG	0.83	0.72	0.56	0.46
					PB	3.63	2.94	2.36	1.90
					EV/EBITDA	12.14	8.92	6.50	4.84
					ROE	20.5%	19.1%	19.9%	19.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。