

普莱柯 (603566)

证券研究报告

2019年11月01日

补齐禽流感疫苗生产资质，打开公司成长空间

事件：公司发布公告，成功竞得南京梅里亚 50%股权，成交价 6520 万元。此外，公司拟受让中海生物自法国梅里亚有限公司处取得的南京梅里亚 50%股权，转让价不超过 6520 万元。上述股权转让完成后，公司将持有南京梅里亚 100%股权。

补齐禽流感疫苗生产资质，协同效应可期

南京梅里亚主要从事禽用疫苗生产与销售，拥有高致病性禽流感 (H5+H7) 疫苗产品的生产资质。成功取得南京梅里亚股权后，公司在禽用疫苗业务板块新增高致病性禽流感 (H5+H7) 系列疫苗产品。在禽用疫苗方面，公司近年来开发了新支流、新流法、新支流法等基因多联灭活疫苗，引领了行业的产品技术升级。我们认为，公司有望发挥在基因工程疫苗领域的优势，利用掌握的新基因工程疫苗技术，实现高致病性禽流感 (H5+H7) 疫苗由全病毒疫苗到基因工程疫苗的升级换代。

高致病性禽流感疫苗市场迎来量价齐升，规模有望超 25 亿

非瘟疫情背景下，猪价保持高位，鸡肉作为主要替代品之一，未来几年禽养殖产业链有望保持高景气度，使得禽用疫苗需求带来基数上的扩张，而疫苗品种由二价灭活苗变为三价灭活苗，带来疫苗单价的提升（招采价格由 0.1-0.2 元/ml 提升到 0.25-0.3 元/ml）。在“量”与“价”共同推动下，禽流感疫苗市场将实现扩容，我们预计 2019 年整个高致病性禽流感疫苗市场空间有望超过 25 亿元。收购完成后，公司在禽苗领域将一改过去没有重磅大单品的现状，进一步打开了公司成长空间。

猪用疫苗和禽用疫苗有望共振，迎业绩加速释放阶段

短期内受益于下游禽养殖的高景气度以及非瘟带来的防疫需求，公司禽用疫苗及化药业务有望持续高增长；随着规模养殖场率先补栏，猪用疫苗需求或于四季度迎来拐点，叠加公司圆环系列产品、伪狂犬系列产品不断推向市场，公司猪用疫苗收入有望触底回升。此外，公司在非瘟疫苗研发领域取得了一批阶段性成果，若未来非瘟疫苗商业化，公司有望受益。我们认为，公司研发能力位居行业领先地位、研发投入水平高、产品储备丰富，特别是在基因工程、多联多价上等拥有领先优势，在稳步推进经济动物疫苗研发的同时，积极布局宠物领域打开新市场，未来随着新品的不断推出，公司的研发实力将持续不断的转化成为业绩，助力公司持续高增长。

盈利预测与投资建议

预计公司 19/20/21 年公司实现营收 6.74/9.52/13.79 亿元，同比 10.85%/41.20%/44.91%，归母净利润 1.17/2.30/3.98 亿元，同比 -13.80%/96.55%/73.02%，EPS 分别为 0.36/0.71/1.24 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险；市场竞争风险；并购整合风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	529.90	608.06	674.04	951.74	1,379.20
增长率(%)	(9.12)	14.75	10.85	41.20	44.91
EBITDA(百万元)	133.60	239.42	147.93	274.69	475.24
净利润(百万元)	114.19	135.61	116.90	229.76	397.54
增长率(%)	(39.26)	18.77	(13.80)	96.55	73.02
EPS(元/股)	0.36	0.42	0.36	0.71	1.24
市盈率(P/E)	68.33	57.54	66.75	33.96	19.63
市净率(P/B)	4.97	4.77	4.39	3.89	3.38
市销率(P/S)	14.73	12.83	11.58	8.20	5.66
EV/EBITDA	51.36	13.47	48.74	25.81	14.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.27 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	321.50
流通 A 股股本(百万股)	321.50
A 股总市值(百万元)	7,802.71
流通 A 股市值(百万元)	7,802.71
每股净资产(元)	5.08
资产负债率(%)	10.87
一年内最高/最低(元)	25.30/11.33

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

王聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080001
wcong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《普莱柯-公司深度研究:研发创新驱动公司高成长，重磅产品持续推出打开成长空间!》 2019-10-26
- 2 《普莱柯-半年报点评:猪用疫苗业务短期承压，禽用疫苗板块令业绩改善》 2019-08-22
- 3 《普莱柯-季报点评:禽用疫苗化药表现优异，猪用疫苗拖累营收增长》 2019-05-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	263.48	451.36	446.72	568.62	954.84
应收票据及应收账款	111.96	146.62	128.02	216.50	282.76
预付账款	1.86	3.42	2.23	5.38	5.39
存货	71.09	96.57	88.84	167.96	176.18
其他	703.46	304.74	513.27	509.19	448.16
流动资产合计	1,151.85	1,002.71	1,179.09	1,467.65	1,867.33
长期股权投资	18.56	165.15	165.15	165.15	165.15
固定资产	343.08	351.56	363.21	392.22	418.65
在建工程	26.20	15.80	45.48	75.29	75.17
无形资产	207.52	219.76	211.54	203.32	195.10
其他	57.90	148.10	145.69	145.58	146.46
非流动资产合计	653.26	900.37	931.07	981.56	1,000.54
资产总计	1,805.11	1,903.08	2,110.16	2,449.21	2,867.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	28.70	42.78	35.24	73.96	75.65
其他	177.86	194.85	267.25	338.24	451.81
流动负债合计	206.55	237.63	302.49	412.20	527.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	29.72	29.88	30.44	30.01	30.11
非流动负债合计	29.72	29.88	30.44	30.01	30.11
负债合计	236.27	267.51	332.92	442.21	557.57
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	323.74	323.74	321.50	321.50	321.50
资本公积	478.42	473.84	473.84	473.84	473.84
留存收益	1,272.10	1,338.84	1,455.74	1,685.50	1,988.80
其他	(505.42)	(500.85)	(473.84)	(473.84)	(473.84)
股东权益合计	1,568.84	1,635.57	1,777.24	2,007.00	2,310.30
负债和股东权益总	1,805.11	1,903.08	2,110.16	2,449.21	2,867.87

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	114.19	135.61	116.90	229.76	397.54
折旧摊销	37.36	41.91	26.89	29.40	31.90
财务费用	0.00	0.19	(7.48)	(7.94)	(10.32)
投资损失	(18.19)	(18.76)	(17.60)	(18.19)	(18.18)
营运资金变动	(191.41)	364.39	(113.21)	(57.26)	101.02
其它	198.92	(397.07)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	140.86	126.27	5.50	175.78	501.97
资本支出	69.26	198.66	59.44	80.43	49.90
长期投资	1.38	146.59	0.00	0.00	0.00
其他	(311.16)	(204.84)	(101.84)	(142.24)	(81.72)
投资活动现金流	(240.52)	140.41	(42.40)	(61.81)	(31.82)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	42.20	0.85	32.26	7.94	10.32
其他	(106.76)	(79.84)	0.00	0.00	(94.24)
筹资活动现金流	(64.57)	(78.98)	32.26	7.94	(83.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(164.22)	187.69	(4.65)	121.90	386.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	529.90	608.06	674.04	951.74	1,379.20
营业成本	167.84	200.23	235.95	319.14	435.85
营业税金及附加	8.57	8.95	10.11	14.28	20.69
营业费用	143.26	147.11	168.51	209.38	275.84
管理费用	130.42	62.61	67.40	76.14	82.75
研发费用	61.21	73.46	87.63	104.69	137.92
财务费用	(3.71)	(5.46)	(7.48)	(7.94)	(10.32)
资产减值损失	1.75	10.41	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.19	18.76	17.60	18.19	18.18
其他	(105.53)	(44.75)	(35.20)	(36.37)	(36.37)
营业利润	107.89	136.74	128.52	253.23	453.65
营业外收入	27.18	17.05	10.00	18.08	15.04
营业外支出	1.74	0.57	1.00	1.00	1.00
利润总额	133.33	153.22	137.52	270.31	467.70
所得税	19.15	17.60	20.63	40.55	70.15
净利润	114.19	135.61	116.90	229.76	397.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	114.19	135.61	116.90	229.76	397.54
每股收益(元)	0.36	0.42	0.36	0.71	1.24

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-9.12%	14.75%	10.85%	41.20%	44.91%
营业利润	-41.06%	26.74%	-6.01%	97.03%	79.15%
归属于母公司净利润	-39.26%	18.77%	-13.80%	96.55%	73.02%
获利能力					
毛利率	68.33%	67.07%	64.99%	66.47%	68.40%
净利率	21.55%	22.30%	17.34%	24.14%	28.82%
ROE	7.28%	8.29%	6.58%	11.45%	17.21%
ROIC	8.87%	9.31%	9.93%	17.60%	29.15%
偿债能力					
资产负债率	13.09%	14.06%	15.78%	18.06%	19.44%
净负债率	-16.79%	-27.60%	-25.14%	-28.33%	-41.33%
流动比率	5.58	4.22	3.90	3.56	3.54
速动比率	5.23	3.81	3.60	3.15	3.21
营运能力					
应收账款周转率	4.76	4.70	4.91	5.52	5.52
存货周转率	7.98	7.25	7.27	7.41	8.02
总资产周转率	0.30	0.33	0.34	0.42	0.52
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.42	0.36	0.71	1.24
每股经营现金流	0.44	0.39	0.02	0.55	1.56
每股净资产	4.88	5.09	5.53	6.24	7.19
估值比率					
市盈率	68.33	57.54	66.75	33.96	19.63
市净率	4.97	4.77	4.39	3.89	3.38
EV/EBITDA	51.36	13.47	48.74	25.81	14.10
EV/EBIT	71.30	16.32	59.57	28.90	15.12

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com