



动保需求或迎提升, 非强免龙头蓄势待发

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 当前生猪价格 15.7 元/公斤左右, 养殖企业盈利能力修复, 未来动保需求有望得到提升; 2) 公司猪伪狂犬疫苗系列产品市场占有率常年位于第一, 20 年为 30.3%, 未来多产品发展, 业绩有望进一步提升; 3) 注重研发创新, 构建多样平台, 营销方面直销、经销两相结合拓展业务半径。
- **下游养殖行业盈利能力修复叠加结构不断优化, 动保行业需求有望提升。** 生猪养殖在环保政策以及非瘟的影响下, 集中度不断提升, 十家上市生猪养殖企业(牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农) 2021 年共计出栏 9428 万头, 占全国 6.7 亿头出栏的 14% 左右, 规模化养殖场更加规范, 注重防疫, 动物保健产品需求随之增长。从当前时点分析我们认为动保行业业绩影响因素因受到非洲猪瘟影响而短期转变为盈利能力的修复, 随能繁母猪结构调整, 优质品种占比提高, 生猪健仔率提升, 仔猪成本有效控制, 行业完全成本中枢下移逐步恢复至非瘟前的水平, 21 年三季度时行业处于深度亏损状态, 当前生猪价格在 15.7 元/公斤左右, 且未来趋势预期回暖, 对于动保产品需求增加。
- **兽用生物制品集中度有望进一步提高, 公司猪伪狂犬疫苗龙头地位稳固, 产品优质市场认可度高。** 截至 2020 年底, 我国兽用生物制品行业共有大型企业 24 家, 占比为 20.2%, 中型企业 76 家, 占比为 63.9%, 小型企业 19 家, 占比为 16%, 无微型企业, 销售额前十位的企业销售总额 84.5 亿元, 占比为 52.1% 左右, 较发达国家水平而言仍存在提升空间, 且新版 GMP 实施将进一步促进落后产能淘汰。公司猪用疫苗产品覆盖了强制免疫疫病外的大多数疾病, 这使得公司可将不同产品进行组合, 提供综合解决方案。公司猪用伪狂犬疫苗产品优质, 拥有明显菌株优势, 公司采用我国本土分离的猪源性地方流行毒株研发制造猪伪狂犬病活疫苗 (HB-98 株) 和猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗 (HB2000 株), 疫苗适应性与免疫原性更强, 更适用于我国本土生猪养殖, 在此基础上公司推出猪伪狂犬灭活疫苗, 是国内兽用生物制品行业内少有的能同时提供猪伪狂犬病活疫苗和灭活疫苗的企业, 系列产品常年保持市占率第一, 2020 年达到 30.3%, 未来叠加市场需求提升, 有望进一步提高业绩。
- **公司注重研发创新, 把握时机发挥“产、研、销”三位一体优势, 业绩向好。** 除产品优势明显布局很广泛, 公司坚持创新引领企业发展的理念, 建立多样技术平台, 包括病原学与流行病学研究技术平台、基因编辑技术平台等, 并积极与高等院校和科研院所开展合作, 研发过程共同参与, 成果共享。近三年累计投入研发费用超过 1.8 亿元, 多项成果为国内首创。2021 年公司共投入研发经费 8000.28 万元, 占收入 7.2%, 研发人员数量从 2020 年 181 人增加至 284 人, 为研发创新活动提供了有力的保障。营销方面公司秉持以客户为导向的信念, 坚持“直销+经销”两相结合的体系拓展服务半径, 拥有营销服务人才 220 名, 且设立诊断中心从而增强客户对于公司产品以及服务的粘性。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.37 元、1.74 元、2.07 元, 22-24 年对应动态 PE 分别为 16X/13X/11X。参考同行业 2022 年平均 PE 24 倍, 考虑到公司非强免疫疫苗龙头, 持续研发创新, 适当溢价予以公司 2022 年 28 倍 PE, 维持“买入”评级, 给予目标价 38.36 元。
- **风险提示:** 公司产能扩张不及预期; 养殖端出现疫情; 产品销售不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1103.02	1375.34	1715.84	2058.30
增长率	30.81%	24.69%	24.76%	19.96%
归属母公司净利润 (百万元)	570.74	639.48	808.60	962.12
增长率	27.45%	12.04%	26.45%	18.99%
每股收益 EPS (元)	1.23	1.37	1.74	2.07
净资产收益率 ROE	18.09%	17.38%	18.54%	18.64%
PE	18	16.2	12.8	10.8
PB	3.29	2.82	2.38	2.01

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

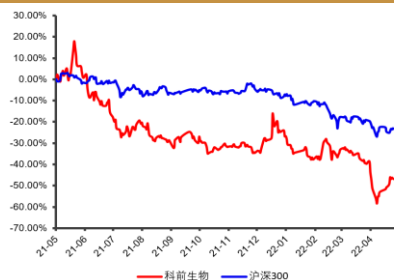
邮箱: xuq@swsc.com.cn

联系人: 刘佳宜

电话: 021-68415832

邮箱: liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.65
流通 A 股(亿股)	1.20
52 周内股价区间(元)	22.68-45.82
总市值(亿元)	102.98
总资产(亿元)	38.15
每股净资产(元)	6.97

相关研究

1. 科前生物 (688526): 短期业绩承压, 非强免龙头静待机遇 (2022-04-19)
2. 科前生物 (688526): 养殖盈利能力或迎修复, 非强免龙头长期向好 (2021-10-27)
3. 科前生物 (688526): 非强免疫需求扩张, 公司业绩长期向好 (2021-08-26)
4. 科前生物 (688526): 动保行业格局变动, 非强免龙头优势明显 (2021-05-19)

目 录

1 公司概况：兽用生物制品行业领先	1
2 动保行业迅速发展，行业集中度持续提升	2
3 下游养殖集中度提升，盈利能力修复促动保需求	5
3.1 养殖规模化发展，防疫重视程度提高	5
3.2 盈利能力逐步修复，动保需求迎回升	7
4 伪狂犬龙头地位稳固，研发创新助长远发展	9
4.1 产品矩阵丰富，优质产品竞争力强	9
4.2 创新驱动长期发展，多样营销拓展渠道	11
5 盈利预测与估值	13
5.1 盈利预测	13
5.2 相对估值	14
6 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司 2021 年营收结构情况.....	1
图 2: 公司 2021 年毛利润结构情况.....	1
图 3: 2016-2022Q1 公司营业收入及增速.....	1
图 4: 2016-2022Q1 公司归母净利润及增速.....	1
图 5: 2012-2020 年海外市场兽药销售额.....	2
图 6: 2012-2020 中国兽药销售额情况.....	2
图 7: 2015-2020 年中国兽药行业企业数量.....	4
图 8: 我国兽用生物制品企业 CR10 统计.....	4
图 9: 2019-2021 年部分上市猪企生猪出栏量 (万头).....	6
图 10: 2014 年至今能繁母猪存栏量 (万头).....	8
图 11: 2014 年至今生猪价格变化情况 (元/公斤).....	8

表 目 录

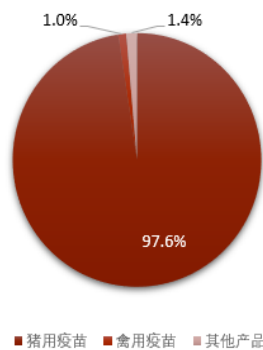
表 1: 兽用生物制品重点企业布局梳理.....	2
表 2: 兽用生物制品相关政策.....	4
表 3: 畜禽养殖环保政策要求.....	5
表 4: 2021 部分头部养殖企业融资情况.....	7
表 5: 部分养殖企业 22 年 Q1 以及 21 年 Q3 出栏及盈利情况.....	8
表 6: 部分动保企业经营情况.....	9
表 7: 公司主要产品名称及特点.....	9
表 8: 科前生物主要产品市场占有率及排名.....	11
表 9: 科前生物技术平台及其职能.....	11
表 10: 2021 年科前生物新产品研发情况.....	12
表 11: 分业务收入及毛利率.....	13
表 12: 可比公司估值.....	14
附表: 财务预测与估值.....	15

1 公司概况：兽用生物制品行业领先

2001年科前生物成立于湖北武汉,后于2020年上市,是一家专注于兽用生物制品研发、生产、销售及动物防疫技术服务的生物医药企业,主要产品是非国家强制免疫猪用疫苗和禽用疫苗。公司拥有国内领先水平的研发技术队伍,在动物疫病防控生物制品领域的产业化应用研究中取得了领先优势,并在病原学与流行病学、微生物基因工程、抗原高效表达等多个领域形成显著优势。目前公司共有19条生物制品生产线和3条诊断试剂生产线,是国内兽用疫苗生产线种类最齐全的企业之一,目前可生产49个兽用生物制品类产品,产品种类丰富,且近年来不断拓展产业链布局,在禽用疫苗、宠物疫苗、诊断试剂等多个领域完成产品布局。

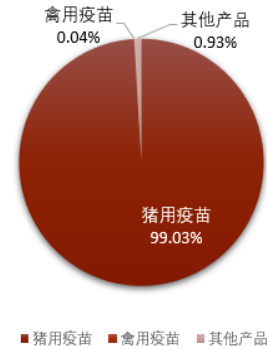
公司主营业务结构: 公司主要产品包括猪用疫苗、禽用疫苗、其他产品三类,2021年公司主营业务实现营业收入10.8亿元,三类产品收入分别为10.6/0.1/0.1亿元,分别占主营业务收入的比例为97.6%、1.0%、1.4%,以猪用疫苗产品为主导。2021年公司主营业务共实现毛利8.7亿元,其中猪用疫苗实现毛利8.6亿元,在公司全年毛利中占比99%,为公司主要收入及盈利来源。禽用疫苗和其他产品毛利占比约1%。

图 1: 公司 2021 年营收结构情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

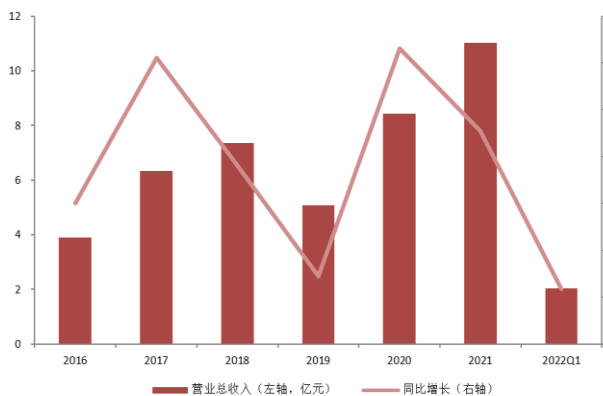
图 2: 公司 2021 年毛利润结构情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

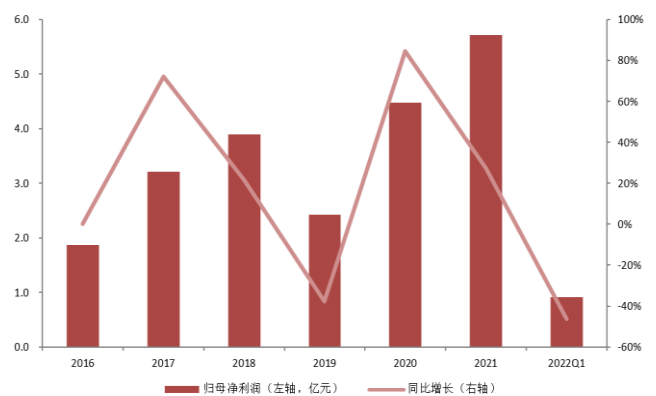
公司业绩状况: 截至2021年末,公司营业收入为11.0亿元,同比增加30.8%,归母净利润为5.7亿元,同比增长27.5%,期间毛利率为79.8%。2019年受下游生猪养殖出现疫情影响业绩下滑,后行业回暖,公司猪用疫苗需求增加,经营规模扩张,营业收入随之上涨。公司稳健经营,2017年-2021年营业收入与归母净利润CAGR为23.1%、25.1%。

图 3: 2016-2022Q1 公司营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 2016-2022Q1 公司归母净利润及增速

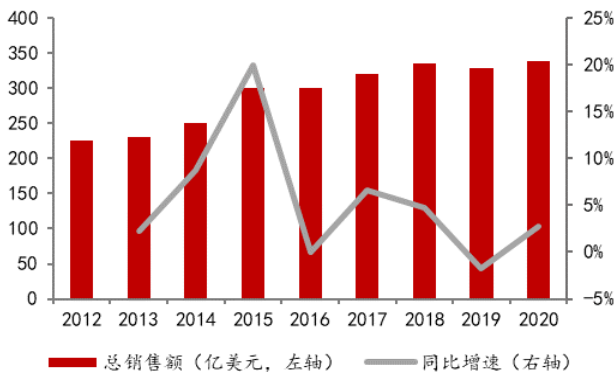


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 动保行业迅速发展，行业集中度持续提升

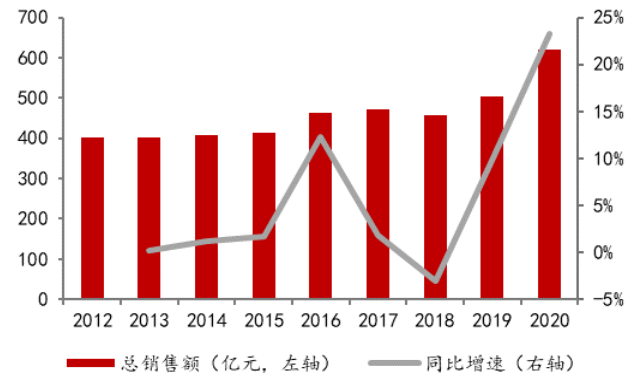
我国动保行业销售规模快速增长。2020年我国兽药销售额达621亿元。当前海外兽药行业已进入稳定发展期，2020年全球（除中国）兽药市场总销售额为338亿美元，近五年复合增速为2.4%。2012-2017年国内市场兽药销售额持续增长，2018年受非瘟影响销售额有所下滑，2020年中国兽药协会将进口兽药销售额纳入统计，我国兽药销售额达到621亿元。2020年我国兽药行业销售额同比增速为23%，近五年我国兽药市场复合增速为8.5%，显著高于全球市场。从全球市场来看，生物制品和化学药品产业销售额保持正向增长，2020年化药占据市场近6成份额。2015-2020年间，全球（不含中国）兽药生物制品销售规模从87亿美元上升至100.7亿美元，化学药品销售规模从171亿美元上升至200.8亿美元，药物饲料添加剂销售规模自42亿美元下降至36.5亿美元。从我国市场来看，2020年兽用生物制品实现销售额162.4亿元，占比达26%，其中猪用疫苗销售额为69.2亿元，占比为42.6%，禽用疫苗占比44.8%；化药销售额约为458.6亿元，占比达到73.9%，同比增长18.9%。

图 5：2012-2020 年海外市场兽药销售额



数据来源：IFAH，西南证券整理

图 6：2012-2020 中国兽药销售额情况



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

从生物制品角度来看，口蹄疫和禽流感疫苗市场规模较大，非强免疫苗竞争相对分散，企业差异化构筑细分优势。口蹄疫作为畜用疫苗最大单品，国内仅8家企业拥有生产资质，门槛较高，行业格局相对稳定。禽流感疫苗是禽用疫苗市场最大单品，当前以“先打后补”政策为主，市场可生产销售三价灭活苗的公司有12家，以瑞普生物旗下华南生物和中牧股份旗下乾元浩竞争力最强。在非强免疫苗方面，科前生物占据了猪伪狂犬疫苗最大市场份额，普莱柯猪圆环领域表现优异，中联生物合成肽疫苗技术领先，金河生物生产的蓝耳疫苗具备高抗原浓度和高抗原纯度，能实现超越同行的免疫效果和低不良反应。整体而言，我国兽用生物制品头部企业整体业务发展较为全面，并各自在细分领域取得了比较优势，实现了优势单品的错位发展。

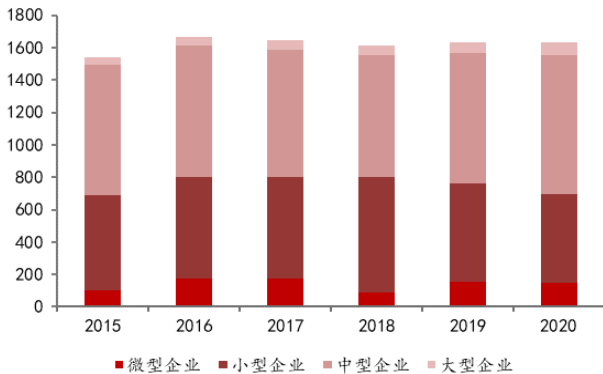
表 1：兽用生物制品重点企业布局梳理

公司	特点	核心疫苗产品	行业		
			猪	禽	反刍
中牧股份	口蹄疫招采苗龙头；禽流感疫苗龙头	口蹄疫 O、A 二价苗	√	√	√
		重组禽流感三价苗			
		鸡马立克氏活疫苗			
		猪瘟活疫苗			

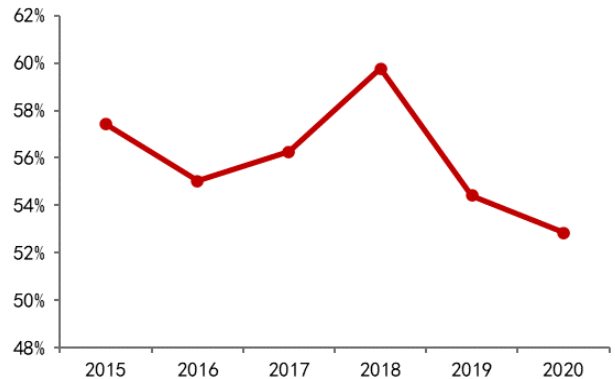
公司	特点	核心疫苗产品	行业		
			猪	禽	反刍
生物股份	口蹄疫市场苗龙头，口蹄疫招采苗排名领先	口蹄疫 O、A 二价苗	√	√	√
		禽流感疫苗			
		布氏菌病活疫苗			
科前生物	猪伪狂、细小、胃腹二联市占率第一	猪伪狂犬病疫苗	√	√	在研
		胃肠炎、腹泻二联苗			
瑞普生物	禽用疫苗产线完备，猪用疫苗增长迅速	重组禽流感三价苗	√	√	√
		猪细小病毒病灭活苗			
		猪圆环灭活疫苗			
		鸡新禽二联灭活疫苗			
金河生物	蓝耳灭活疫苗品质高	猪圆环灭活疫苗	√	√	√
		蓝耳疫苗			
普莱柯	猪圆环疫苗领先，2020 年禽法氏囊疫苗市占率 25%	重组禽流感灭活苗	√	√	尚未推出
		猪圆环灭活疫苗			
		新传禽法四联灭活苗			
天康生物	以口蹄疫为主	口蹄疫 O、A 二价苗	√	√	√
		小反刍兽疫活疫苗			
		布氏菌病活疫苗			
申联生物	2018 年合成肽疫苗市占率 63%	口蹄疫 O、A 二价苗	√	×	×
		O、A 二价合成肽苗			
海利生物	口蹄疫市场具有较强竞争力	口蹄疫 O、A 二价苗	√	×	×
		猪伪狂犬病疫苗			
		鸡传法囊病冻干疫苗			

数据来源：公司公告、国家兽药基础数据库，西南证券整理

海外动保市场集中度相对较高，国内集中度存在进一步提升空间。国外动保形成寡头竞争格局，硕腾市占率位列第一，全球大型兽药企业占据国外兽药市场主要份额，2020 年 CR10 收入占比 58.5%，较 2019 年增加三个百分点，市场集中度较高。当前全球排名前三的兽药企业分别是硕腾、勃林格殷、默沙东动保，2020 年三者动保业务营收分别为 66.6、47.7、47 亿美元。硕腾连续多年位列动保市场营收规模第一，礼蓝动保 2020 年收购拜耳动保后营收规模位列第四。我国动保市场集中度不高，我国共有 1633 家动保企业，大多规模较小，近几年我国兽药企业呈现结构性减少趋势，微型、小型企业数量不断缩小，2017-2020 年 4 年累计减少了 102 家，中大型企业增加了 69 家，2020 年我国中大型兽药企业占比达到 56%。国内少数行业领先、规模较大的企业拥有较高的技术研发水平，通过质量和品牌优势从激烈的市场竞争中脱颖而出。从生物制品板块来看，根据国家统计局等部门出台的大中小微企业划分标准，截至 2020 年底，我国兽用生物制品行业共有大型企业 24 家，占比为 20.2%，中型企业 76 家，占比为 63.9%，小型企业 19 家，占比为 16%，无微型企业，销售额前十位的企业销售总额 84.5 亿元，占比为 52.1% 左右。

图 7：2015-2020 年中国兽药行业企业数量


数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

图 8：我国兽用生物制品企业 CR10 统计


数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

新版 GMP 实施推动行业集中度进一步提高。国家高度重视兽药行业，出台多项政策及规定以提高产品质量，保障食品安全。兽药 GMP、兽药 GSP 等行业法律法规的实施使得行业规范性更强。2020 年 6 月 1 日，新版《兽药 GMP 验收评定标准》正式实施，新版相对于旧版而言针对解决：兽药生产准入门槛偏低，低水平重复建设和产能过剩；兽药生产厂房洁净度检测标准偏低，不满足生产实际需求；重大动物疫病及人畜共患疾病疫苗生产企业的生物安全性有待提高等问题。未来兽药行业在新规协助之下落后产能将面临淘汰，产业集中度迎来提升，在保障动物源食品安全和公共卫生安全的同时，给予创新型兽药企业足够的发展空间，提高整个行业的生产管理水平，推动企业通过科技创新、优化管理、效率提升来提高质量、降低成本。

表 2：兽用生物制品相关政策

时间	政策	相关内容
2016.04	《关于促进兽药产业健康发展的指导意见》	力争产业结构进一步优化。中型以上兽药生产企业达到 70% 以上，产能利用率提高 10 个百分点以上，产业小散乱局面有效扭转，集中度进一步提升，形成若干具有自主知识产权、品牌名优、竞争力强的大型兽药生产企业；兽药质量进一步提高。兽药质量抽检合格率稳定保持在 95% 以上，畜禽产品兽药残留检测合格率超过 97%，兽药生产经营行为进一步规范，生产经营主体的守法意识进一步增强，兽药质量安全水平稳步提高。
2016.10	《全国兽药卫生事业发展规划（2016-2020 年）》	坚持把全面提高从养殖到屠宰全链条兽医卫生风险控制能力作为主攻方向。加强动物养殖、移动、屠宰等关键环节管理，强化从养殖到屠宰全链条兽医卫生风险追溯监管；争取动物疫病防治能力显著增强。16 种优先防治的国内动物疫病达到《国家中长期动物疫病防治规划（2012—2020 年）》提出的考核标准。
2017.02	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	开发一批新型农业生物制剂与重大产品。大力发展动植物病虫害防控新技术、新产品，建立基于病虫害基因组信息的绿色农药、兽药创制技术体系，创制一批新型动物疫苗、生物兽药、植物新农药等重大产品，实现规模生产与应用，推动农业生产绿色转型。
2017.06	《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020）》	加强重要兽用抗菌药物风险评估和预警提示，加大安全风险评估力度，明确评估时间表和技术路线图，加快淘汰风险隐患品种，推动促生长用抗菌药物逐步退出；严格市场准入。加快兽用抗菌药物审评审批制度改革，推进兽用抗菌药物分类管理，鼓励研制新型动物专用抗菌药物。人用重要抗菌药物转兽用、长期添加用于促生长作用、易蓄积残留超标、易产生交叉耐药的抗菌药物不予批准；规范养殖用药。制定发布《兽用抗菌药物临床使用指南》，进一步规范兽医临床用药行为。推进养殖环节社会化兽医服务体系建设，推动实施兽用处方药管理、休药期规定等兽药安全使用制度。
2020.05	《动物防疫法》	法规中第一章第四条指出，根据动物疫病对养殖业生产和人体健康的危害程度，本法规定的动物疫病分为下列三类：（一）一类疫病，是指口蹄疫、非洲猪瘟、高致病性禽流感等对人、动物构成特

时间	政策	相关内容
		别严重危害,可能造成重大经济损失和社会影响,需要采取紧急、严厉的强制预防、控制等措施的; (二) 二类疫病,是指狂犬病、布鲁氏菌病、草鱼出血病等对人、动物构成严重危害,可能造成较大经济损失和社会影响,需要采取严格预防、控制等措施的;(三) 三类疫病,是指大肠杆菌病、禽结核病、鳖腮腺炎病等常见多发,对人、动物构成危害,可能造成一定程度的经济损失和社会影响,需要及时预防、控制的。第二章第十七条指出。饲养动物的单位和个人应当履行动物疫病强制免疫义务,按照强制免疫计划和技术规范,对动物实施免疫接种,并按照国家有关规定建立免疫档案、加施畜禽标识,保证可追溯。实施强制免疫接种的动物未达到免疫质量要求,实施补充免疫接种后仍不符合免疫质量要求的,有关单位和个人应当按照国家有关规定处理。用于预防接种的疫苗应当符合国家质量标准。

数据来源: 农业农村部公告, 西南证券整理

3 下游养殖集中度提升, 盈利能力修复促动保需求

3.1 养殖规模化发展, 防疫重视程度提高

环保要求提高生猪养殖门槛, 行业集中度不断提升。由于我国养殖行业初期进入门槛较低, 散户和家庭养殖作为畜禽养殖行业的主体, 缺乏必要的引导和规划, 更多地是自发地单纯地面向市场需求自由发展, 导致一直以来养殖分散、效率较低, 加之畜禽养殖污染防治设施普遍配套不到位, 大量畜禽粪便、污水等废弃物得不到有效处理并进入循环利用环节, 导致环境污染。自 2014 年起, 政府相继推出了《畜禽规模养殖污染防治条例》、《环保法》、《水污染防治行动计划》、《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》、《畜禽养殖禁养区划定技术指南》、《“十三五”生态环境保护规划》等一系列环保政策要求, 其中包括明确畜禽养殖应考虑环境承载力、科学划定畜禽养殖区、各地区依法关闭或搬迁禁养区内养殖场和养殖专业户等规定。随着环保政策的持续推行、环保要求进一步提高, 散户和家庭农户难以满足环保要求从而退出市场, 推动了养殖行业的规模化发展。根据中国畜牧业协会的数据可知, 近年来年出栏量小于 500 头的小型养殖场占比逐年降低, 年出栏量大于 500 头的中型养殖场和年出栏量大于 10000 头的大型养殖场占比逐年提升, 养殖行业集中度不断提升。

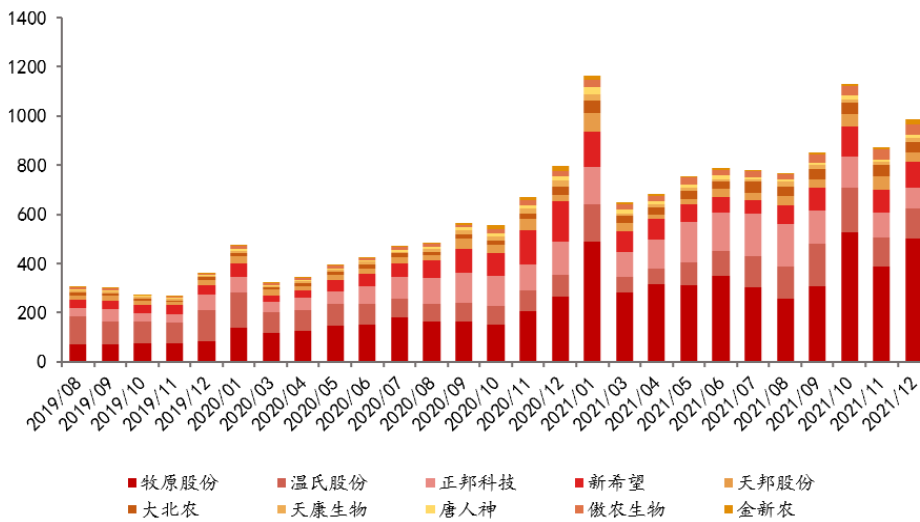
表 3: 畜禽养殖环保政策要求

时间	政策	重点内容
2014.01	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确畜禽养殖应考虑到环境承载力, 对畜禽养殖污染防治提出要求, 科学确定养殖品种、规模、总量, 明确禁养区划分标准、以及激励和处罚内容。
2015.01	《环保法》	进一步明确畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理管理应当符合有关法律法规规定。
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定畜禽养殖禁养区, 依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户, 京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产区制定生猪养殖规划, 合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域, 按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场, 引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后, 地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署, 配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《“十三五”生态环境保护规划》	要求 2017 年年底, 各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。

数据来源: 农业农村部公告, 西南证券整理

非洲猪瘟疫情的出现不仅进一步促进行业规模化，且提高行业防疫意识。非洲猪瘟是由非洲猪瘟病毒（ASFV）引起的一种急性、出血性、烈性传染病，传播渠道多、致病率高，1921年首次出现在肯尼亚，2017年传入俄罗斯，2018年8月首次出现在中国，随后蔓延至全国各地。根据农业农村部的数据显示，2018-2020年全国共发生非洲猪瘟181起，扑杀生猪103.4万头。在非洲猪瘟以及新冠疫情的影响下，龙头企业规模养殖场，表现出较强防控与抗压能力。据中国产业信息网数据显示，年产500头以上的规模养殖发生非洲猪瘟场点占比不足10%，而年产500头以下的散户发生非洲猪瘟的场点占比达30%。2020年初为防控新冠疫情采取的停工停产措施，致使饲料价格上升，生猪运输困难，最终降价处理，入不敷出。散户在此双重打击之下，退出市场，数量降低。据农业农村部消息，2021年畜禽养殖综合规模化率首次达到70%，其中生猪养殖规模化率首次达到60%，养殖规模化率进一步提升。2021年国内生猪出栏总量为6.7亿头，十家上市生猪养殖企业出栏量合计达9428万头，占比达14%。

图9：2019-2021年部分上市猪企生猪出栏量（万头）



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：因公司披露时间段不同，2020年/2021年1月数据为2020年/2021年1月与2月合计总量

集团养殖户于周期低谷稳健经营，持续扩张规模，未来市场份额进一步扩大。2021年9月牧原股份发行可转债95.5亿元，其中51亿元将投入生猪养殖建设，19亿投入生猪屠宰项目建设，余下25.5亿元用于补充流动资金，所涉及23个生猪养殖项目共计可提供产能677.3万头；正大集团于招股说明书（申报稿）中表示，公司本次拟向社会公众公开发行不超过5.7亿股，预计募集资金150亿元，其中42亿用于补充流动资金，余下108亿将投入到17个生猪养殖产业链项目中，主要包括饲料、养殖以及生猪屠宰相关业务的部署。除此以外新希望、正邦股份、温氏股份、唐人神等企业均获得融资，规模场在融资渠道以及养殖成本等方面相较于中小散户更有优势，生猪寒冬中自更易获得资金支持，未来占比进一步提升，从动保企业的角度来看，规模养殖场作为高端动保产品使用主力，占比提升有利于行业发展，加强与优质集团客户的合作是首要任务。

表 4：2021 部分头部养殖企业融资情况

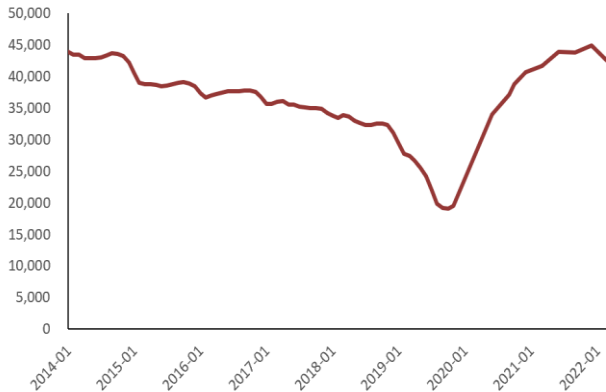
公司名称	时间	金额	融资渠道	主要用途
牧原股份	2021.08	95.5 亿元	可转换债券	其中 51 亿元将投入生猪养殖建设, 19 亿投入生猪屠宰项目建设, 余下 25.5 亿元用于补充流动资金, 所涉及 23 个生猪养殖项目共计可提供产能 677.3 万头。
正大集团	2021.11	150 亿元	IPO	其中 42 亿用于补充流动资金, 余下 108 亿将投入到 17 个生猪养殖产业链项目中, 主要包括饲料、养殖以及生猪屠宰相关业务的部署。
新希望	2021.10	81.5 亿元	可转换债券	57.1 亿元将投入到烟台新好生猪养殖项目、濮阳新六生猪养殖项目、东营新好生猪养殖项目、施秉新希望生猪养殖项目建设中, 建设周期皆在两年左右。
温氏股份	2021.03	92.97 亿元	可转换债券	42.52 亿元将投入崇左江洲温氏畜牧有限公司一体化一期等生猪养殖类项目建设; 11.36 亿将投入灵宝温氏禽业有限公司养殖项目等鸡类养殖, 水禽类项目投入 11.3 亿元, 补充流动资金 27.79 亿元。
正邦科技	2021.1	75 亿元	非公开发行股票	28.19 亿元将用于沾化正邦存栏 10 万头生猪的育肥场“种养结合”基地建设等 15 个生猪养殖项目, 余下 46.8 亿元用于补充流动资金。
唐人神	2021.03	15.5 亿元	非公开发行	其中 10 亿元将投入禄丰美神邓家湾存栏一万头基础母猪苗等 7 个生猪养殖相关项目, 饲料生产投入 2.5 亿元, 余下 2.6 亿元用于补充流动资金。

数据来源：公司公告，西南证券整理

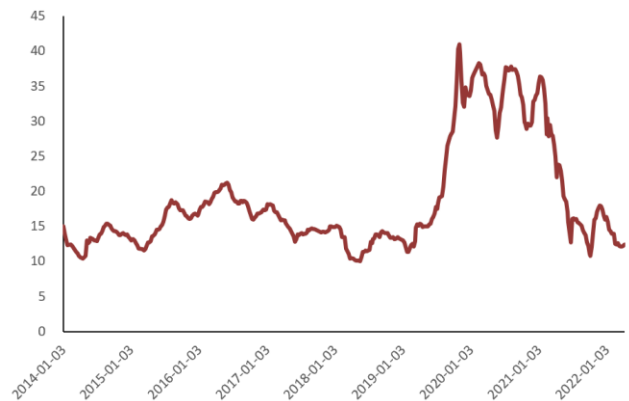
规模养殖户对于动保产品供应商的选择将进一步倒逼行业集中化。在突发疫情的影响下，养殖户应当明确，资金优势不再是唯一的门槛，成本的管控以及对于疫病的科学防治态度将与之共同作用，成为优秀养殖企业的衡量标准，对于动保产品需求也将随之提升。随着养殖场的养殖密度加大，疫病发生的风险和潜在损失更为显著，为保证存活率，做到降本增效，规模养殖户也更加重视生物安全防控，更加注重动物保健品的质量，防控的选择上更加倾向于优质动保企业，拥有市场口碑以及优质产品的龙头企业将获得竞争优势。

3.2 盈利能力逐步修复，动保需求迎回升

从不同的养殖周期来看，在此前 2014-2018 年的生猪周期中，生猪的出栏量以及价格波动都相对更加平缓，本轮周期则更为剧烈。因非洲猪瘟疫情的影响，能繁母猪的数量在 2019 年大幅减少，至 2019 年 11 月，能繁母猪存栏量首次实现环比增加 0.6%，《2019 年国民经济和社会发展统计公报》显示 2019 生猪出栏 54419 万头，同比下降 21.6%；从价格角度看，2019 年 11 月前后，生猪价格达 41 元/公斤，为历史最高水平。后期随产能迅速且大幅的扩张，猪价于 2021 年开始下降，于 21 年 10 月达到 10-11 元/公斤左右，21 年 6 月能繁母猪存栏 4565 万头，为农业农村部所提出能繁母猪正常保有量 4100 万头左右的 111.3%，处于红色区域，后于 7 月出现去产能趋势，根据国家统计局数据显示，截至 22 年一季度，能繁母猪存栏量 4185 万头，环比减少 1.9%，产能持续去化。

图 10：2014 年至今能繁母猪存栏量（万头）


数据来源：wind，西南证券整理

图 11：2014 年至今生猪价格变化情况（元/公斤）


数据来源：wind，西南证券整理

生猪养殖 22 年 Q1 经营情况较 21 年 Q3 得到明显改善。2022 年一季度十家上市公司生猪养殖企业出栏共计 2818.2 万头，较 2021 年 Q3 出栏 2398.5 万头增长 17.5%，从公司个体来看 6 家企业出栏增加，金新农增长 94.8%，新希望增长 63.8%，正邦股份减少 49.9%。从 21 年单三季度以及 22 年 Q1 的情况来看，大多数经营均有所好转，且资产减值损失减少，整体未来预期向好。

表 5：部分养殖企业 22 年 Q1 以及 21 年 Q3 出栏及盈利情况

	22 年 Q1 出栏 (万头)	21 年 Q3 出栏 (万头)	变化	22 年 Q1 归母 净利 (亿元)	21 年 Q3 归母 净利 (亿元)	22 年 Q1 资产减 值损失 (亿元)	21 年 Q3 资产减 值损失 (亿元)
牧原股份	1381.7	867	59.4%	-51.80	-8.22	-	-
温氏股份	402.35	428.79	-6.2%	-37.63	-72.04	-9.97	-13.86
正邦科技	242.61	483.87	-49.9%	-24.33	-61.97	-3.98	-10.20
新希望	369.68	225.73	63.8%	-28.79	-29.86	-6.03	-10.57
天邦股份	100.43	95.84	4.8%	-6.74	-20.46	-0.05	-5.91
大北农	107.14	128.53	-16.6%	-2.33	-3.91	-	-
天康生物	37.69	44.04	-14.4%	-0.7	-4.34	0.48	0
唐人神	38.34	28.21	35.9%	-1.49	-5.73	-0.05	-1.05
傲农生物	104.67	79.2	32.2%	-3.52	-3.40	-	-
金新农	33.58	17.24	94.8%	-1.49	-3.32	-0.38	-1.31

数据来源：公司公告，西南证券整理

21 年三季度时价格跌破成本线带来的负面影响大于存栏偏高的正向作用。由动保公司 21 年单三季度实现的业绩来看，其增速远不如 2020 年以及 21 年一季度生猪价格仍处于相对高位时的情况，在 21 年 Q3 来看，瑞普、回盛、科前均出现利润同比减少，普莱柯与生物股份实现利润高速增长主要体现在成本管控效率高，普莱柯单 Q3 生猪疫苗实现营收 9311.5 万元，同比增速为 25.9%。由此可见虽然 21 年三季度生猪数量偏高，但养殖行业陷入深度亏损，未来以半年为维度对于生猪价格的预期仍将维持低位，虽大型集团客户需求量仍相对稳定，但中小散户受到影响较大，可能会在疫病出现的情况下选择放弃而直接淘汰，因此 21 年第三季度的动保行业整体业绩增速放缓或是出现同比下滑。

表 6：部分动保企业经营情况

	中牧股份	生物股份	瑞普生物	普莱柯	回盛生物	科前生物
2020 年归母净利润 (亿元)	4.2	4.06	3.98	2.28	1.5	4.48
同比变化 (%)	68.59%	83.76%	104.88%	108.47%	118.36%	84.55%
2021Q1 归母净利润 (亿元)	1.62	2.11	1.16	0.87	0.63	1.69
同比变化	24.5%	40.41%	59.11%	46.21%	150.59%	82.47%
2021 年 Q3 归母净利润 (亿元)	1.48	1.61	0.89	0.67	0.18	1
同比变动 (%)	11.13%	41.83%	-15.59%	65.72%	-58.54%	-27.10%

数据来源：公司年报、三季报，西南证券整理



站在当前时点来看，我们认为动保产品的需求核心影响因素在于未来养殖企业盈利能力的修复。非洲猪瘟的出现使得不同养殖主体之间成本区间被拉大，差距可达到接近 10 元/公斤。核心影响因素受此一次性影响而短期转变为养殖企业盈利能力的修复。养殖企业盈利能力的修复需从价格及成本两方面来考虑：1) 成本端生猪死亡率、仔猪成本等随能繁母猪结构调整，优质品种提高，将逐步修复至非瘟前水平，整体行业成本中枢下移；2) 未来市场对于生猪价格预期回暖，下游动保产品作为养殖行业发展的重要保障，需求也将随之扩张，故 22 年三季度有望迎来较大增长。

4 伪狂犬龙头地位稳固，研发创新助长远发展

4.1 产品矩阵丰富，优质产品竞争力强

公司构建以猪伪狂犬疫苗为核心的产品矩阵，丰富产品种类提供竞争优势。公司猪用疫苗产品覆盖了强制免疫疫病外的大多数疾病，这使得公司可将不同产品进行组合，提供综合解决方案，比如“猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗 (HB2000 株)”+“猪伪狂犬病灭活疫苗”可用于规模化猪场伪狂犬病的净化；“猪流感病毒 H1N1 亚型灭活疫苗 (TJ 株)”+“猪传染性胸膜肺炎三价灭活疫苗”针对的是冬春季节商品猪咳嗽、流涕、喘气等问题；“猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗 (WH-1R 株+AJ1102-R 株)”+“猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联灭活疫苗 (WH-1 株+AJ1102 株)”是国内率先正式批准上市的变异株流行性腹泻疫苗，可用于近年来流行的猪流行性腹泻变异病毒的防控。除猪用疫苗，公司还拥有多个禽用疫苗产品以及兽用诊断试剂盒产品，满足差异化、多样化需求的同时，提高自身把握和应对疫情变化的能力。

表 7：公司主要产品名称及特点

类别	名称	产品特点	产品图片
猪用活疫苗	科卫宁：猪伪狂犬病活疫苗 (HB98 株)	适用于规模化猪场伪狂犬病的根除净化；TK 毒力基因缺失，安全性高	
	科伟净：猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗 (HB2000 株)	精选毒株，免疫原性强，安全性高；采用耐热保护剂技术	

类别	名称	产品特点	产品图片
	科腹净:猪传染性肠胃炎、猪流行性腹泻二联活疫苗 (WH1R 株+AJ1102-R 株)	变异毒株, 针对性强; 毒株稳定, 安全性高; 抗原含量高, 质量稳定	
	科乙宁:猪乙型脑炎活疫苗 (SA14-14-2 株)	安全性高, 免疫效果好; 产品质量稳定, 免疫力持久、稳定	
猪用灭活苗	科威宁:猪伪狂犬病灭活疫苗	精选毒株、抗原性好、针对性强; 病毒含量高	
	科全净:猪伪狂犬病 gE 基因缺失灭活疫苗 (HNX-12 株)	同源性高、针对性强; 基因缺失、净化防伪; 工艺领先, 质量稳定; 高效纯化、抗原纯净	
	科圆宁:猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (WH 株)	抗原培养技术先进, 抗原含量高, 激发的抗体水平高, 维持时间长	
	科喘宁:猪支原体肺炎灭活疫苗	肌肉注射, 操作方便	
	科流宁:猪流感病毒 H1N1 亚型灭活疫苗 (TJ 株)	采用国内优势毒株, 抗原含量高, 免疫力持久, 免疫后快速产生特异性保护抗体	
	科泻宁:猪传染性肠胃炎、猪流行性腹泻二联灭活疫苗 (WH-1 株+AJ1102 株)	精选毒株, 针对性强; 悬浮培养, 抗原量高; 片状载体培养, 抗原纯净; 操作方便, 抗体整齐	
	科菌净:猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联灭活疫苗 (LT 株 +MD0322 株+SH0165 株)	精选菌株, 针对性强; 抗原谱广, 一针两防; 高密度发酵, 抗原含量高; 抗原纯净, 安全有效	
禽用活疫苗	科立静:鸡马立克氏病活疫苗 (814 株)	精选天然弱毒株, 安全可靠; 传代次数低, 免疫原性更接近自然毒株, 适合我国马立克氏病防控	
	科呼静:鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗 (LaSota 株 +H52 株)	精选毒株, 针对大日龄鸡群有更好的防疫效果; 稳定、高效价	
禽用灭活苗	科流安:鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型) 二联灭活疫苗 (LaSota 株+WD 株)	地方流行毒株, 抗原合理配比, 性能优良、均一, 一针防两病	
	科疫安:鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征三联灭活疫苗 (LaSota 株+M41 株+HSH23 株)	免疫原性强, 保护效果好; 抗原含量足; 性能优良、均一, 一针防三病	

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司猪伪狂犬病疫苗产品优质，拥有明显毒株优势。公司采用我国本土分离的猪源性地方流行毒株研发制造猪伪狂犬病活疫苗（HB-98 株）和猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（HB2000 株），疫苗适应性与免疫原性更强，更适用于我国本土生猪养殖，在此基础上公司推出猪伪狂灭活疫苗，是国内兽用生物制品行业内少有的能同时提供猪伪狂犬病活疫苗和灭活疫苗的企业，两者配合使用有助于规模化养猪场伪狂犬的净化工作。在已有产品基础上，针对猪伪狂公司继续研究开发新品种，2021 年猪伪狂犬病 gE 基因缺失灭活疫苗（HNX-12 株）获得新兽药注册证书，猪伪狂犬病活疫苗（HB-98 株，悬浮培养）获临床试验批件。公司多项产品市场占有率居前，2018 年-2020 年，公司在国内非国家强免兽用生物制品市场销售收入排名第二，在国内非国家强免猪用生物制品市场销售排名第一。其中，猪伪狂犬疫苗方面，产品市场份额自 2016 年起连续五年位列第一。此外，猪细小病毒病疫苗、猪胃肠炎、腹泻二联疫苗及猪支原体肺炎疫苗自 2019 年起连续两年保持第一。

表 8：科前生物主要产品市场占有率及排名

产品名称	2020 年		2019 年		2018 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
猪伪狂犬病疫苗	30.3%	1	29.2%	1	34.5%	1
猪细小病毒病疫苗	30%	1	25%	1	23.1%	2
猪胃肠炎、腹泻二联疫苗	32.6%	1	32.3%	1	18.9%	2
猪支原体肺炎疫苗	21.4%	1	28.4%	1	20.8%	2
猪乙型脑炎疫苗	31.8%	2	31.3%	2	16.7%	3
猪圆环疫苗	8.6%	4	9.3%	4	6.3%	6

数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 创新驱动长期发展，多样营销拓展渠道

公司坚持创新引领企业发展的理念，建立多样技术平台。生物制品的研发过程需要涵盖预防兽医学、动物医学等专业学科，因而具有研发周期长、成本高等特点，我国兽用疫苗研制实行注册制，新兽药从立项研究到获得新兽药证书、生产文号通常需要 5-10 年。公司积极与高等院校和科研院所开展合作，研发过程共同参与，成果共享。在此过程中，高等院校和科研院所主要是承担前期的基础性研究，例如流行病学和致病机理研究、菌毒株分离鉴定等；企业则主要是承担中后期的产业化应用研究、生产工艺研究和临床试验等。合作研发模式加快了研究成果产业化的进程，有效提高成果产业化的速度和效率。

表 9：科前生物技术平台及其职能

名称	主要职能及研究意义
病原学与流行病学研究技术平台	通过流行病学调查与临床诊断，进行病原微生物的分离与鉴定、分子检测、病理学诊断和免疫学诊断；分离并鉴定出优势菌毒株，完成优势毒株的致病性研究，筛选出优良的制苗用菌毒种，优良毒株是疫苗研发的前提，在此基础上，公司能研制出免疫原性更强，更适用于我国本土养殖业使用的疫苗。
基因编辑技术平台	公司建立 CRISPR/Cas9 基因编辑技术平台，并应用技术取得研究成果，如成功缺失了 PRV 变异毒株的毒力基因，构建了 PRVSDN8TK-/gE-/gI- 基因缺失基因工程疫苗，目前正在申请转基因安全评价-环境释放试验。
高效表达技术平台	重组蛋白高效表达技术平台，包含有大肠杆菌、杆状病毒和 CHO 重组细胞系三大表达系统：通过大肠杆菌表达系统研发的猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗，目的蛋白可溶性表达，内毒素含量低，获批国家一类新兽药；通过杆状病毒表达系统高效表达猪瘟病毒 E2 蛋白，研发出猪瘟 E2 亚单位灭活疫苗，获批国家三类

名称	主要职能及研究意义
	新兽药“猪瘟疫病毒 E2 重组杆状病毒载体灭活疫苗 (WH-09 株)”；利用 CHO 高效表达系统在实验室取得了阶段性成果：构建了表达猪伪狂犬病毒 gB 和 gD 基因的重组细胞系，为研制 PRV 基因工程亚单位疫苗奠定了良好基础。
病毒悬浮培养技术平台	传统的细胞转瓶培养，存在需要转瓶数量多，占用车间面积大、手工操作、生产效率低下等缺点，通过多年的工艺创新，公司建立了多种动物细胞悬浮无血清或低血清培养平台，易于生产放大，工艺操作标准化和流程化、病毒培养滴度高，减少批间差异、提供了抗原的稳定性和质量。
高效纯化技术平台	生物大分子纯化技术主要是利用亲和层析、离子交换层析和分子筛层析等多种纯化技术与设施，提高抗原的纯度，减少杂蛋白含量，减少应激反应，提高产品质量。已研究出多种动物病毒和病毒样颗粒的纯化工艺。建立了一整套利用不同类型层析柱纯化各种抗原的工艺路线。
多联多价疫苗研究技术平台	公司建立多种抗原的配比比例与抗原相容性等核心技术，制备多联多价疫苗，达到一针防两病或多病的目的，减少免疫次数，降低疫苗的副反应，节约免疫成本，提高生产效率，已取得部分研究成果包括猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒、猪支原体肺炎二联灭活疫苗 (KQ 株+XJ03 株) 正在进行新兽药注册工作，鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型)、传染性法氏囊病、禽腺病毒病 (I 群, 4 型) 四联灭活疫苗已获得新兽药临床试验批件，正在进行临床试验。

数据来源：公司公告，西南证券整理

研发成果方面，公司近三年累计投入研发费用超过 1.8 亿元，截至 2021 年末，累计申请国家发明专利 112 件，获得授权国家发明专利 46 件，获得 38 项国家新兽药证书，多项成果为国内首创。共获得 2 项国家科学技术进步奖二等奖、6 项湖北省科技进步奖一等奖、5 项国家重点新产品证书。**2021 年公司共投入研发经费 8000.28 万元**，占收入 7.2%，研发人员数量从 2020 年 181 人增加至 284 人，为研发创新活动提供了有力的保障，主要体现在以下三个方面：第一，公司新品研发进度加快，科研成果丰富：2021 年共获得猪伪狂犬病 gE 基因缺失灭活疫苗 (HNX-12 株)、猪乙型脑炎活疫苗 (传代细胞源, SA14-14-2 株) 等 5 项新兽药注册证书；获得非洲猪瘟病毒荧光 PCR 检测试剂盒产品注册公告；获得猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪 δ 冠状病毒三联灭活疫苗 (WH-1 株+AJ1102 株+CHN-HN-2014 株)，猪圆环病毒 2d 型杆状病毒灭活疫苗 (CH17 株) 和猪伪狂犬病活疫苗 (HB-98 株，悬浮培养) 等 3 项临床试验批件；申请发明专利 19 件，授权发明专利 7 件。第二，持续构建新型生物制品研发与创制平台，为后续新型亚单位疫苗、新型基因载体疫苗的研发提供了技术支撑。第三，完善与应用多个行业关键共性技术，推动工业技术研发升级，大幅提升了疫苗的安全性、有效性、批间稳定性及生产效率。发展战略方面，公司将进一步优化原有猪用、禽用疫苗、诊断试剂和微生态产品制剂产品质量与产品布局，同时加快加大宠物、反刍类产品的研发力度，多元化发展，致力于成为行业高科技技术、高品质产品、高附加值服务的“三高”提供商。

表 10：2021 年科前生物新产品研发情况

类别	产品名称	研发阶段
猪用疫苗	猪传染性胸膜肺炎基因缺失活疫苗 (APP-HB-04M 株)	完成复核检验，即将获得新兽药注册证书
	猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌病二联亚单位灭活疫苗	完成复核检验，即将获得新兽药注册证书
	猪丹毒亚单位灭活疫苗	已完成临床试验，准备申报注册
禽用疫苗	鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型)、传染性法氏囊病、禽腺病毒病 (I 群, 4 型) 四联灭活疫苗 (LaSota 株+HB01 株+rVP2+rFiber2)，I 群禽腺病毒灭活疫苗 (4 型, HB-2 株)	已完成临床试验并提交注册材料

类别	产品名称	研发阶段
	鸡滑液囊支原体病活疫苗、亚单位疫苗	实验室研究已经完成, 目前准备申请临床试验
宠物疫苗	猫鼻气管炎、猫鼻结膜炎、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗	正在进行实验室研究
	宠物 GCP 临床模拟试验	完成临床模拟试验
反刍动物疫苗	牛支原体活疫苗 (HB150 株)	注册材料初审阶段
	牛鼻气管炎病毒疫苗	研究取得一定进展
诊断试剂	猪流行性腹泻 ELISA 抗体检测试剂盒	已通过产品复核, 即将获得新兽药注册证书
	猪伪狂犬病毒 gB 阻断 ELISA 抗体检测试剂盒	已通过产品复核, 即将获得新兽药注册证书
	猪伪狂犬病毒 gE 阻断 ELISA 抗体检测试剂盒	已完成新兽药注册证书的初审并准备复核
	非洲猪瘟病毒间接 ELISA 抗体检测试剂盒	已提交新兽药注册申请并受理

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

营销策略方面, 公司秉持以客户为导向的信念, 坚持“直销+经销”两相结合的体系拓展服务半径, 现已服务于全国数百个重点养殖县, 营销以及技术服务两方面均存在优势: 1) 营销团队方面, 公司储备有市场营销服务人员 220 人, 大部分人员具有畜牧兽医专业背景, 员工定期接受技术培训, 不断丰富专业知识。除此以外公司每年在全国各地召开各类型的新品发布会、动物疫病防控会、技术推广会, 向已合作的客户及潜在客户推介最新的疫病防控技术及相应的公司产品; 2) 公司设置诊断中心, 为养殖企业及养殖户提供专业的动物防疫技术服务, 养殖企业在畜禽发生疫病或出现疑似症状时进行病样采集, 诊断中心对其进行检测分析, 判断畜禽的患病情况, 并提供针对性的治疗、预防或正确处理措施的建议, 从而增强客户对于公司产品以及服务的粘性。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1: 考虑生猪价格预期回暖, 动保需求或将迎来回升, 结合公司非强免疫疾病疫苗的龙头地位, 预计 2022-2024 年猪用疫苗销量增速为 25%/25%/20%, 对应毛利率分别为 82%/83%/83%。

假设 2: 禽类养殖或迎景气度提升, 参考公司现阶段禽用疫苗处于发展阶段, 预计 2022-2024 年禽用生物制品销量增速为 10%/15%/15%, 对应毛利率分别为 45%/45%/45%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
猪用疫苗	收入	1056.89	1321.1	1651.4	1981.7
	增速	29.8%	25.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	81.8%	82.0%	83.0%	83.0%
禽用疫苗	收入	11.28	12.4	14.3	16.4
	增速	-11.3%	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	3.3%	45.0%	45.0%	45.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
其他	收入	34.9	41.8	50.2	60.2
	增速	110.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	44.4%	50.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	1103.0	1375.3	1715.8	2058.3
	增速	30.8%	24.7%	24.8%	20.0%
	毛利率	79.8%	80.7%	81.6%	81.6%

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取行业中的两家相关公司：中牧股份、普莱柯，二者 2022 年平均 PE 为 24 倍。考虑到公司为非强免疫疫苗龙头，持续研发创新，适当溢价予以公司 2022 年 28 倍 PE，维持“买入”评级，给予目标价 38.36 元。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600195	中牧股份	11.96	0.51	0.62	0.76	0.88	25.83	19.40	15.86	13.64
603566	普莱柯	23.96	0.76	0.86	1.14	1.35	29.10	28.23	21.22	17.91
平均值							27.5	23.8	18.5	15.8
688526	科前生物	22.32	1.23	1.37	1.74	2.07	18	16.2	12.8	10.8

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

产品研发进度不及预期；养殖端出现疫情；产品销售不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1103.02	1375.34	1715.84	2058.30	净利润	570.64	639.37	808.45	961.94
营业成本	222.76	265.53	316.19	379.03	折旧与摊销	62.64	35.86	35.86	35.86
营业税金及附加	6.01	7.55	8.93	11.08	财务费用	-64.73	0.73	-2.50	-4.76
销售费用	133.92	185.67	231.64	279.93	资产减值损失	-0.75	5.00	5.00	5.00
管理费用	74.90	174.67	223.06	277.87	经营营运资本变动	-18.96	2.12	-29.51	-24.92
财务费用	-64.73	0.73	-2.50	-4.76	其他	-17.57	-5.21	-4.90	-5.05
资产减值损失	-0.75	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	531.27	677.87	812.40	968.08
投资收益	5.13	0.00	0.00	0.00	资本支出	-370.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	39.07	576.78	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-331.10	576.78	0.00	0.00
营业利润	661.00	736.19	933.52	1110.15	短期借款	-42.03	-18.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.95	2.07	2.08	2.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	660.05	738.26	935.60	1112.21	股权融资	10.93	0.00	0.00	0.00
所得税	89.41	98.90	127.15	150.27	支付股利	-134.85	-114.15	-127.90	-161.72
净利润	570.64	639.37	808.45	961.94	其他	44.77	-60.79	2.50	4.76
少数股东损益	-0.11	-0.12	-0.15	-0.18	筹资活动现金流净额	-121.18	-192.97	-125.40	-156.96
归属母公司股东净利润	570.74	639.48	808.60	962.12	现金流量净额	78.99	1061.68	687.00	811.11
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	555.36	1617.05	2304.05	3115.16	成长能力				
应收和预付款项	288.16	306.95	393.25	491.05	销售收入增长率	30.81%	24.69%	24.76%	19.96%
存货	108.82	130.38	155.56	186.99	营业利润增长率	26.07%	11.37%	26.80%	18.92%
其他流动资产	808.97	213.11	213.15	213.19	净利润增长率	27.43%	12.04%	26.45%	18.99%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.61%	17.28%	25.12%	18.03%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	904.15	870.45	836.76	803.06	毛利率	79.80%	80.69%	81.57%	81.59%
无形资产和开发支出	57.24	55.08	52.91	50.75	三费率	13.06%	26.25%	26.35%	26.87%
其他非流动资产	1002.62	1002.62	1002.62	1002.62	净利率	51.73%	46.49%	47.12%	46.73%
资产总计	3725.33	4195.64	4958.31	5862.83	ROE	18.09%	17.38%	18.54%	18.64%
短期借款	18.03	0.00	0.00	0.00	ROA	15.32%	15.24%	16.30%	16.41%
应付和预收款项	318.61	398.77	473.53	568.69	ROIC	51.17%	51.59%	61.55%	68.25%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	59.74%	56.19%	56.35%	55.45%
其他负债	234.78	117.74	125.10	134.23	营运能力				
负债合计	571.41	516.51	598.63	702.92	总资产周转率	0.32	0.35	0.37	0.38
股本	465.13	465.13	465.13	465.13	固定资产周转率	3.07	2.76	3.69	4.77
资本公积	1114.62	1114.62	1114.62	1114.62	应收账款周转率	5.24	5.07	5.44	5.13
留存收益	1575.58	2100.92	2781.62	3582.02	存货周转率	2.42	2.18	2.18	2.18
归属母公司股东权益	3153.48	3678.81	4359.52	5159.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.86%	—	—	—
少数股东权益	0.44	0.32	0.17	0.00	资本结构				
股东权益合计	3153.92	3679.13	4359.69	5159.91	资产负债率	15.34%	12.31%	12.07%	11.99%
负债和股东权益合计	3725.33	4195.64	4958.31	5862.83	带息债务/总负债	3.16%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.58	5.18	5.90	6.42
					速动比率	3.36	4.89	5.60	6.12
					股利支付率	23.63%	17.85%	15.82%	16.81%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	658.92	772.77	966.88	1141.25	每股收益	1.23	1.37	1.74	2.07
PE	18.19	16.23	12.84	10.79	每股净资产	6.78	7.91	9.37	11.09
PB	3.29	2.82	2.38	2.01	每股经营现金	1.14	1.46	1.75	2.08
PS	9.41	7.55	6.05	5.04	每股股利	0.29	0.25	0.27	0.35
EV/EBITDA	13.19	9.77	7.10	5.30					
股息率	1.30%	1.10%	1.23%	1.56%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn