

疫苗化药板块齐头并进, 业绩恢复增长

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2018年半年度报告, 上半年实现营业收入2.9亿元, 同比增长10.5%, 实现归属股东净利润0.8亿元, 同比增长23.4%。
- **业绩有所增长, 研发项目推进业绩。** 普莱柯2018年上半年营业收入同比增长10.5%, 猪用疫苗以及禽用疫苗及抗体贡献收入增量: 猪用疫苗收入8252万元, 同比增长38%, 占比29%; 禽用疫苗及抗体收入10365万元, 同比增长21%, 占比36%; 化学药品收入8046万元, 同比增长8%, 占比28%。公司未来将稳步发展、继续加大重点研发项目推进力度、强化市场开拓。2018年上半年, 下游养猪业行情低迷, 对上游动保行业造成了不利的影响, 但随着养猪行业规模化程度的不断提高, 对疫病预防的需求也会增加, 公司业务将继续扩张。
- **下游生猪养殖产业规模化发展, 需求将增加。** 随着“2017年底关闭或搬迁禁养区内畜禽养殖场和养殖专业户”政策的实施, 我国生猪养殖业逐步完成去产能。在环保监管趋严的压力下, 散户补栏意愿不强, 我国生猪存栏量呈下降趋势, 大型龙头企业加速扩张步伐, “饲料—养殖—屠宰—肉食加工—终端销售”全产业链经营模式成为企业的发展方向。拥有规模优势和产业链完整性的企业将加快扩张的步伐, 行业集中度持续提升。规模化养殖企业对疫病预防和动物健康管理意识显著高于散养用户, 导致兽药行业市场规模进一步扩容。
- **切入口蹄疫市场、推广猪圆环系列。** 公司于2018年4月发布公告称拟出资成立中普生物制药有限公司, 同时, 用于预防猪口蹄疫病毒病的重组口蹄疫亚单位疫苗已经处于临床研究阶段。公司拟以合资公司为主体, 申报新兽药证书及产品批准文号, 实现口蹄疫疫苗由全病毒疫苗到基因工程疫苗的升级换代; 公司的猪圆环基因工程亚单位疫苗于2017年11月取得生产批号。2018年第一季度, 猪圆环基因工程亚单位疫苗的销售量已接近300万头份, 未来随着新产品陆续上市, 将为公司提供持续增长动力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年EPS分别为0.59元、0.81元、1.06元, 对应动态PE分别为25倍、18倍、14倍。给予公司2018年25倍估值, 目前估值合理, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 新品种推广或低于预期, 品种研发或低于预期, 下游市场波动风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	529.90	675.89	879.12	1159.32
增长率	-9.12%	27.55%	30.07%	31.87%
归属母公司净利润(百万元)	114.19	190.17	260.65	342.61
增长率	-39.26%	66.55%	37.06%	31.44%
每股收益EPS(元)	0.35	0.59	0.81	1.06
净资产收益率ROE	7.28%	11.06%	13.61%	15.81%
PE	41	25	18	14
PB	3.01	2.75	2.47	2.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 徐卿
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.24
流通A股(亿股)	3.21
52周内股价区间(元)	14.19-25.35
总市值(亿元)	47.27
总资产(亿元)	18.16
每股净资产(元)	4.89

相关研究

目 录

1 工程疫苗推广顺利，销量可观.....	1
2 行业分析：下游养猪业集中度提高，兽药市场扩容.....	2
3 工程疫苗销量良好，化药板块持续发展.....	4
3.1 强强联手，切入口蹄疫市场.....	4
3.2 猪圆环系列销量可观，未来可期.....	6
3.3 化学制药与畜禽疫病检测齐头并进.....	7
4 盈利预测与估值.....	8
5 风险提示.....	8

图目录

图 1: 公司 2018 年上半年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2018 年上半年主营业务收入同比增减情况	1
图 3: 公司 2013 年以来营业收入	2
图 4: 公司 2013 年以来净利润	2
图 5: 年出栏数 100 头以上的养猪场数量以及占比	3
图 6: 年出栏数 500 头以上的养猪场数量以及占比	3
图 7: 年出栏数 10000 头以上的养猪场数量以及增速	4
图 8: 年出栏数 50000 头以上的养猪场数量以及占比	4
图 9: 美国养殖场出栏数量占比	4
图 10: 日本养殖场出栏数量占比	4
图 11: 口蹄疫生产企业市占率(市场苗)	5
图 12: 口蹄疫生产企业市占率(政采苗)	5

表目录

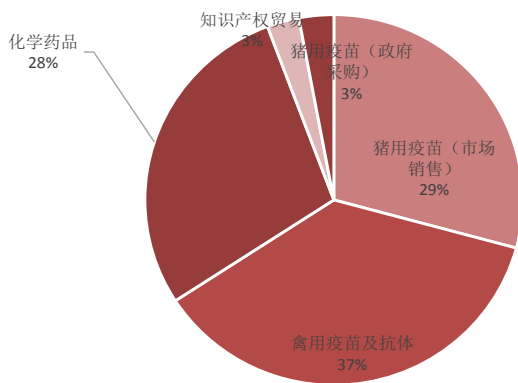
表 1: 生猪养殖环保政策	2
表 2: 2020 年口蹄疫潜在市场空间测算	5
表 3: 中普生物出资情况	6
表 4: 2017 年普莱柯猪圆环病毒研发生产销售情况	6
表 5: 普莱柯兽用化学药品财务指标	7
表 6: 中科基因业务内容	7
表 7: 分业务收入及毛利率	8
附表: 财务预测与估值	9

1 工程疫苗推广顺利，销量可观

普莱柯是一家主要从事动物用生物制品与化学药品的研发、生产和销售，以及相关技术转让或许可业务的公司。公司产品涵盖猪用疫苗、禽用疫苗及抗体、兽用高新制剂、中兽药等；上述产品主要用于家畜、家禽等动物疫病的预防与治疗。2016 年国家调整了对猪瘟、高致病性猪蓝耳病疫苗的政府采购，取消了国家层面的统一招采，改由各省市根据实际情况自主招采，上述政策于 2017 年 1 月 1 日开始实施，对公司政府采购业务收入影响较大，报告期，公司政府采购业务收入 2910.2 万元，较上年同期下降 74.99%。

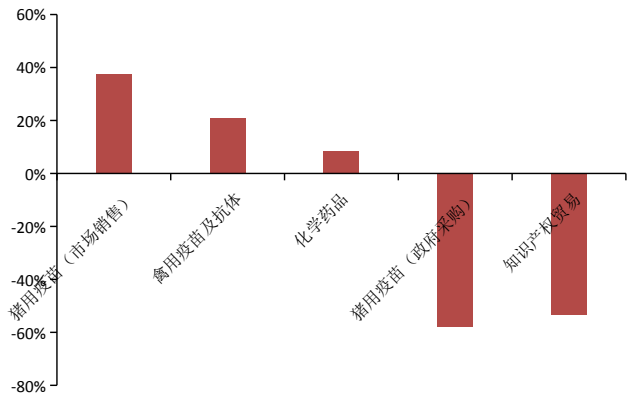
公司主营业务结构：从 2018 年上半年年报来看，公司收入主要来自兽用药品，包括猪用疫苗，禽用疫苗及抗体以及化学药品。2018 年上半年兽用药品业务营收占比高达 94%，知识产权贸易占比为 3%。其中猪用疫苗收入同比增长 38%，禽用疫苗及抗体收入同比增长 21%。

图 1：公司 2018 年上半年主营业务结构情况



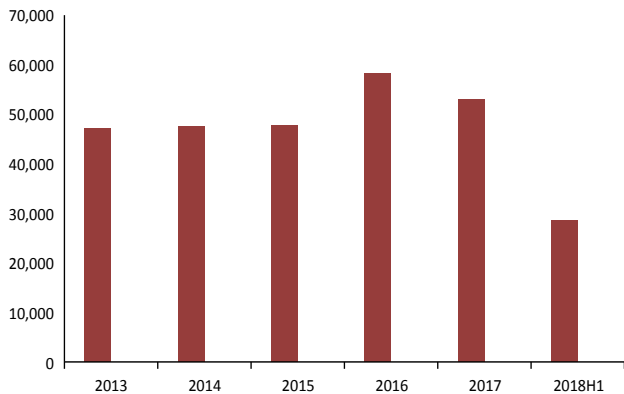
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2018 年上半年主营业务收入同比增减情况

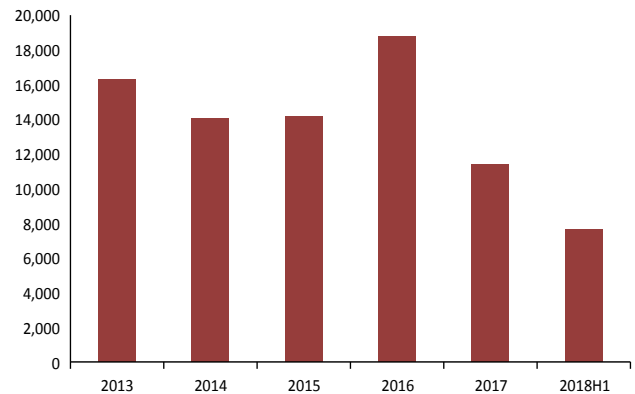


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司 2017 年年度报告显示，公司实现营业收入 5.3 亿元，较上年减少 9.1%，实现归母净利润 1.1 亿元，较上年减少 39.3%。2017 年公司经营业绩下降一是受国家强制免疫采购政策调整影响，公司政府采购业务收入下降；二是公司调整重点产品对外技术合作政策，致知识产权贸易收入下降。根据公司 2018 年半年度报告，公司实现营业收入 2.9 亿元，较上年同期增长 10.5%，实现归母净利润 7643.4 万元，较上年同期增长 23.4%，前半年营业收入增加主要是因为公司开发的猪用、禽用基因工程疫苗等重点产品市场推广进展顺利，导致各相关业务板块收入增加所致。净利润的增加主要由于公司基因工程疫苗等重点产品收入和投资收益增加所致。

图 3：公司 2013 年以来营业收入（万元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来净利润（万元）


数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业分析：下游养猪业集中度提高，兽药市场扩容

环保政策密集出台，划定禽畜禁养区。近 20 多年来，我国养殖业发展迅速，取得了可喜的业绩。但因为生猪养殖规模巨大，特别是近年来养殖规模化水平快速提升，养殖场的环保问题日益严重。为应对与日俱增的环保压力，近年来生猪环保政策密集出台，各地区逐步划定限养区、禁养区等，由地方政府依法关闭或搬迁生猪规模养殖场，引导生猪养殖向非超载区转移，特别是南方水网地区的政策执行最为严格。全国多数地区要求在 2016 年底划定畜禽养殖禁养区，在 2017 年底前依法关闭或搬迁禁养区内畜禽养殖场（小区）和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。湖南、河北、福建、浙江、天津、北京、上海 7 个省市已在 2016 年底基本完成猪场的关闭、拆迁工作；2017 年至 2018 年 6 月，黑龙江、湖北、河南、吉林、海南、四川、甘肃、北京、宁夏、广东、重庆、四川、陕西、大理、浙江、吉林、江西、湖南、青海等地也纷纷完成了禁养区、限养区的划定。

表 1：生猪养殖环保政策

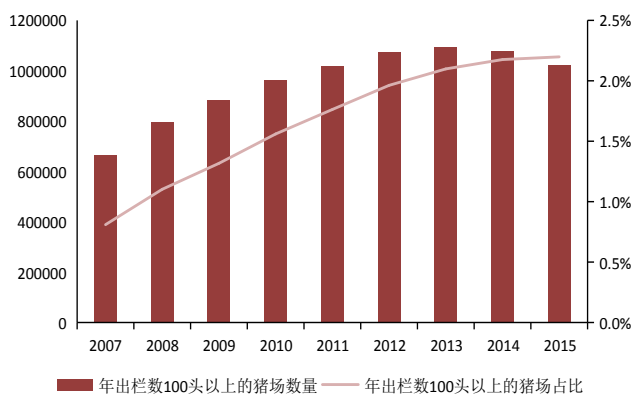
日期	政策情况
2014 年 1 月	《畜禽规模养殖污染防治条例》开始施行，明确畜牧业发展规划应当统筹考虑环境承载能力以及畜禽养殖污染防治要求，合理布局，科学确定畜禽养殖的品种、规模、总量。《条例》明确了禁养区划分标准、使用对象（畜禽养殖场、养殖小区）、激励和处罚办法。
2015 年 1 月	新《环保法》开始施行，明确畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律、法规规定。
2015 年 4 月	国务院发布“水十条”，明确要求，要科学划定畜禽养殖禁养区，2017 年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。
2015 年 8 月	农业部发文，要求各级畜牧兽医行政主管部门要积极配合环保部门做好禁养区划定工作，及时报送禁养区划定情况。
2015 年 11 月	农业部出台《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》，意见提出，主产区要制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区域和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域。禁养区按照《水污染防治行动计划》时限要求，由地方政府依法关闭或搬迁生猪规模养殖场，引导生猪养殖向非超载区转移。
2016 年 5 月	国务院发布“土十条”，要求明确合理确定畜禽养殖布局和规模，强化畜禽养殖污染防治。
2016 年 11 月	环保部、农业部发布《畜禽养殖禁养区划定技术指南》，将作为后期全国各地划定禁养区的依据。文件要求综合考虑各区域主体功能定位及生态功能重要性，在与生态保护红线格局相协调前提下，以饮用水水源保护区、自然保护区的核心区和缓冲区、风景名胜区、城镇居民区、文化教育科学研究区等区域为重点，兼顾江河源头区、重要河流岸带、重要湖

日期	政策情况
	库周边等对水环境影响较大的区域，科学合理划定禁养区。
2016 年 12 月	国务院印发《“十三五”生态环境保护规划》，要求 2017 年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。
2017 年 4 月	农业部发布的《重点流域农业面源污染综合治理示范工程建设规划（2016—2020 年）》中提出，在示范区所在县科学划定禁养区，根据县域资源环境承载能力，合理确定养殖规模，以地定养，以养促种，加快畜牧业生产方式转变，推行种养结合和生态养殖模式。科学配制饲料，规范饲料添加剂使用，提高饲料利用率，减少氮、磷等排放。在重点流域，加强粪污处理设施建设，推进畜禽废弃物的无害化处理和利用。
2018 年 4 月	农业部制定的《畜禽养殖废弃物资源化利用工作考核办法(试行)》中，对各地 2017 年至 2020 年畜禽养殖废弃物资源化利用工作情况进行年度考核，结合 2020 年年度考核对“十三五”期间工作目标和重点工作完成情况进行终期考核。

数据来源：农业部，西南证券整理

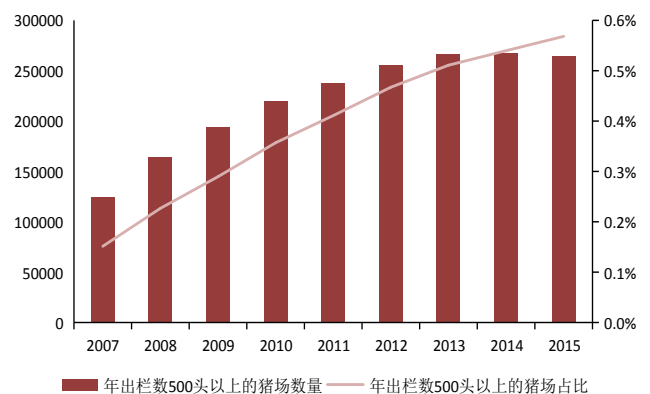
散户逐渐退出，规模化养殖成为生猪养殖行业趋势。随着“2017 年底关闭或搬迁禁养区内畜禽养殖场和养殖专业户”政策的实施，我国生猪养殖业逐步完成去产能。在环保监管趋严的压力下，散户补栏意愿不强，我国生猪存栏量呈下降趋势，大型龙头企业加速扩张步伐，“饲料—养殖—屠宰—肉食加工—终端销售”全产业链经营模式成为企业的发展方向。拥有规模优势和产业链完整性的企业将加快扩张的步伐，行业集中度持续提升。数据显示，2007 年，全国年出栏量大于 100 头的猪场仅为 66.7 万家，占全国猪场总数的 0.81%，全国年出栏量大于 500 头的猪场仅为 1.2 万家，占全国猪场总数的 0.2%；年出栏量大于一万头和大于五万头的猪场仅为 1853 家和 50 家。2007 至 2015 年，年出栏量大于 100 头和 500 头的猪场占比一直在增加，到了 2015 年占比分别为 2.2%和 0.6%。年出栏量大于一万头和大于五万头的猪场增加至 1853 家和 261 家，从其增速来看，年出栏量大于一万头的猪场自 2007 年以来增速逐渐放缓，年出栏量大于五万头的猪场 2007 到 2013 年增速逐渐减小，13 年又开始上升。

图 5：年出栏数 100 头以上的养猪场数量以及占比

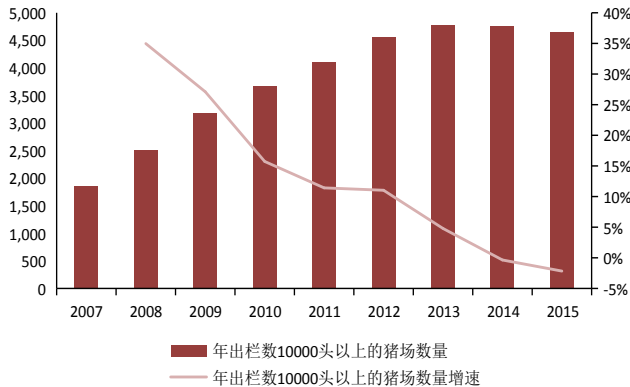


数据来源：Wind，西南证券整理

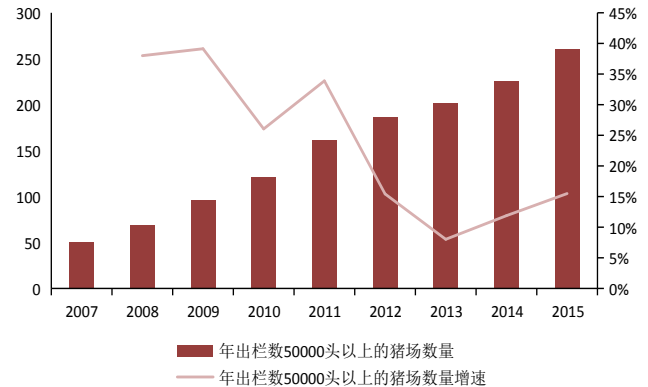
图 6：年出栏数 500 头以上的养猪场数量以及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

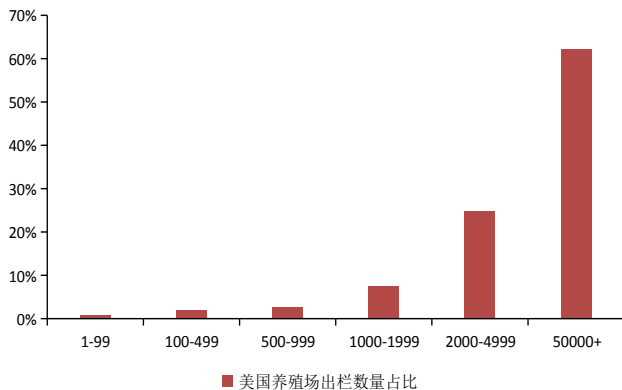
图 7：年出栏数 10000 头以上的养猪场数量以及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

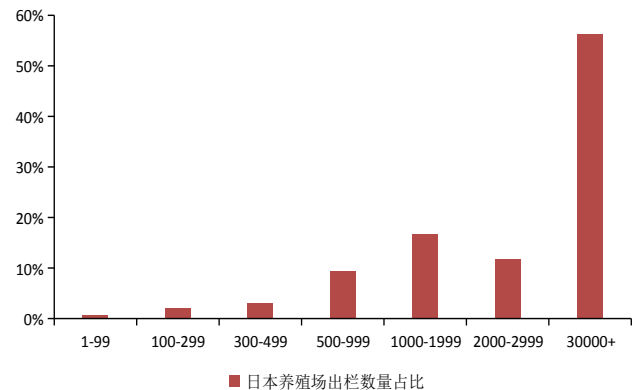
图 8：年出栏数 50000 头以上的养猪场数量以及占比


数据来源：Wind，西南证券整理

同时，从生猪养殖行业规模化发展较好的美国和日本的数据中可看出，美国和日本年产量在 500 以上的养猪场的产量占据了全国出栏量的 90% 以上，但中国的只占据 30% 左右。所以生猪养殖行业的发展方向是规模化。由于规模化养殖企业对疫病预防和动物健康管理的意识显著高于散养用户，导致兽药行业市场规模进一步扩容，同时也将会带动养殖企业对兽药行业品牌认同度的提高，未来能为养殖企业提供产品质量好、使用方便的高端品牌企业将会迎来良好的发展机遇。

图 9：美国养殖场出栏数量占比


数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：日本养殖场出栏数量占比


数据来源：Wind，西南证券整理

3 工程疫苗销量良好，化药板块持续发展

3.1 强强联手，切入口蹄疫市场

口蹄疫疫苗作为强免疫苗之一，市场空间巨大。口蹄疫对动物危害极大，自 2001 年开始，国家采取强制免疫措施，因此口蹄疫疫苗在养猪企业中渗透率基本为 100%。但目前疫苗的选择上，散户和小规模养殖户基本上全部使用政府招采苗；中大规模养殖场同时使用强制及市场化两种疫苗。近几年我国口蹄疫市场疫苗规模激增，从 2013 年的 4.5 亿元增长到 2016 年的 18.5 亿元，2014 年增速高达 88.9%，2011 年至 2015 年每年增速都维持在 50%

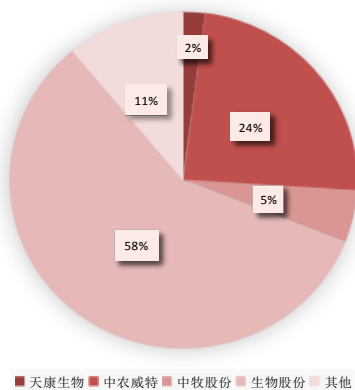
以上。2016 年 7 月 22 日，农业部、财政部联合发布《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》对有关政策进行调整，指出符合条件养殖户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现自主采购、财政直补。“先打后补”的市场化政策将在短期迅速催化口蹄疫市场苗渗透，加之养殖规模化进程为口蹄疫疫苗市场规模的扩大奠定了长期基础，口蹄疫疫苗市场容量将呈翻倍式增长。2017 年口蹄疫市场苗销售规模为 42.5 亿，在规模化与市场化双重因素影响下，我们按现有的牲畜存栏（出栏）量和估计的渗透率测算，可得 2020 年市场苗的市场规模约 55 亿元，和目前市场规模相比，市场苗仍较大的成长空间。

表 2：2020 年口蹄疫潜在市场空间测算

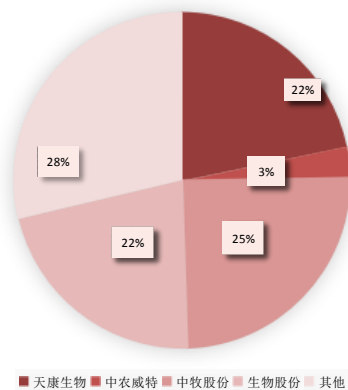
免疫动物	存栏/出栏量 (万头)	综合渗透率%	年平均免疫次数	价格 (元/头份)	市场容量 (亿元)
能繁母猪存栏	4600	80%	4.0	6.0	8.8
生猪存栏	70000	40%	2.0	6.0	33.6
牛出栏	4800	30%	2.5	10.0	3.6
奶牛出栏	1500	60%	2.5	10.0	2.3
羊出栏	30000	30%	2.0	4.0	7.2
总计					55.5

数据来源：普莱柯公司，西南证券整理

口蹄疫生产资质管控严格，生产厂家由农业部指定。目前全国共有 8 家猪口蹄疫疫苗生产企业，分别是：中牧股份及其控股子公司乾元浩、生物股份、中农威特、杨凌金梅、天康生物、申联生物和必威安泰。从口蹄疫疫苗市场规模看，2017 年国内口蹄疫疫苗市场规模达 42.5 亿元，前三大厂商生物股份、中农威特和中牧股份的口蹄疫销售额分别为 13.5 亿、5.8 亿和 1.3 亿元，市场份额分别为 32%、14%和 3%。从口蹄疫疫苗市场的客户结构来看，各个公司的重点不同。生物股份主要客户是大规模养殖场，其中三百头至两万头的养殖场占比 50%-60%，两万头以上的占比 40%-50%。中牧股份和中农威特的客户以超大型为主，即五千头以上的养殖场。天康生物、必威安泰的客户以中小型为主，即 50-100 头的养殖场，其他定点企业则以散户为主。

图 11：口蹄疫生产企业市占率（市场苗）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：口蹄疫生产企业市占率（政采苗）


数据来源：Wind，西南证券整理

普莱柯于 2018 年 4 月发布公告称拟与中牧实业股份有限公司（以下简称“中牧股份”）、中信现代农业投资股份有限公司（以下简称“中信农业”）签署协议，共同出资成立中普生物制药有限公司（以下简称“中普生物”），注册资本为 35000 万元。中普生物的经营范围为

兽药、动物保健品及其相关产品的加工、生产、销售，研究开发兽药新技术、新产品，以及与以上项目相关的技术咨询、服务。

中牧股份实物出资系中牧股份保山生物药厂全部资产，保山生物药厂目前主要产品为口蹄疫疫苗。公司本次参与合资设立中普生物，将在原保山厂的基础上，注入资金和技术，进一步提升其原有口蹄疫疫苗产品的市场竞争力。同时，用于预防猪口蹄疫病毒病的重组口蹄疫亚单位疫苗（大肠杆菌源）已经处于临床研究阶段。公司拟以合资公司为主体，申报新兽药证书及产品批准文号，实现口蹄疫疫苗由全病毒疫苗到基因工程疫苗的升级换代。此次战略投资中普生物，或将协同公司丰富产品结构，进一步提升公司在行业的影响力，为公司带来较好的投资收益。

表 3：中普生物出资情况

出资方	出资方式	出资金额（万元）	占比（%）	备注
中牧股份	实物	16942	48.5	实物出资系中牧股份保山生物药厂全部资产
	现金	33		
普莱柯	现金	16275	46.5	
中信农业	现金	1750	5	

数据来源：普莱柯公司，西南证券整理

3.2 猪圆环系列销量可观，未来可期

猪圆环病毒（PCV）是迄今发现的一种最小的动物病毒。现已知 PCV 有两个血清型，即 PCV1 和 PCV2。PCV1 为非致病性的病毒。PCV2 为致病性的病毒，它是断奶仔猪多系统衰竭综合征（PMWS）的主要病原。在圆环产品的储备上，公司有猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（水佐剂）、猪圆环（VLPs）亚单位疫苗、猪圆环-副猪二联灭活疫苗以及猪圆环-支原体二联灭活疫苗等系列产品。

猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（水佐剂）已于 2017 年 19 月取得注册批号。猪圆环基因工程亚单位疫苗于 2017 年 11 月完成注册取得生产批号，有效期至 2022 年 11 月。该产品系公司利用国际前沿的基因工程疫苗技术，成功突破“可溶性蛋白的表达、高纯度 Cap 蛋白获取、病毒样颗粒组装”三大技术难题，它代表了国内疫苗企业在技术研发上的长足发展，具备了与国外疫苗企业一较长短的实力，整体上推动了行业技术进步及产品升级，提高了动物疫病防控水平。2017 年 11 月刚取得注册批号，一个月不到的时间，销量就达到 55 万头份。到了 2018 年第一季度，猪圆环基因工程亚单位疫苗的销售量已接近 300 万头份。同时，猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（SH 株，II）也于 2017 年 10 月取得生产编号，有效期至 2022 年 10 月。公司的猪伪狂犬基因工程疫苗、猪圆环-支原体二联灭活疫苗等新品有望在 2018 年陆续上市，未来可期。

表 4：2017 年普莱柯猪圆环病毒研发生产销售情况

主要治疗领域	药（产）品名称	取得兽药证书时间	取得注册批号时间	报告期内的生产量	报告期内的销售量
猪圆环病毒病的免疫 防控（万头份）	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗			3201.4	3308.7
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（水佐剂）		2017.10.22	557.4	358.7
	猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗	2017.10.16	2017.11.14	108.6	55.7

数据来源：普莱柯 2017 年年报，西南证券整理

3.3 化学制药与畜禽疫病检测齐头并进

兽药行业快速发展，化药板块乘风起飞。近年来，公司化药板块营收不断增多，2017 年化药实现销售收入达到 1.6 亿元，同比增长 13.2%。近三年，化学药品的毛利率相差不多，都在 63% 左右。由于动物用药品属于国家战略新兴产业中的生物农业，细分行业为动物生物制品、动物用化学药品。随着下游养殖业集中度不断提高、产业技术的不断升级，以及国家对动物疫情防控和食品安全的高度重视，近年来，国内兽药行业得到快速的发展，同时也保持较高的增长态势，2005-2015 年，国内兽用药品行业市场规模由 138 亿元增长到 414 亿元，复合增长率达 11.61%。由于需求增加，公司致力于研发新药，化学药品营业收入增长速度一直保持在 15% 以上。

表 5：普莱柯兽用化学药品财务指标

分产品	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 比上年增减 (%)	营业成本 比上年增减 (%)	毛利率 比上年增减 (%)
2015 年	1.0	0.4	61.5	13.2	16.8	-1.2
2016 年	1.4	0.5	65.2	40.7	27.5	3.6
2017 年	1.6	0.6	63.7	14.0	19.0	-1.5

数据来源：普莱柯 2015 年、2016 年、2017 年年报，西南证券整理

生猪养殖规模化趋势促进禽畜疾病预防发展。生猪养殖行业趋向于规模化发展，规模化养殖企业对疫病预防和动物健康管理的意识显著高于散养用户，未来对禽畜疾病的检测需求或将增加。普莱柯的控股公司北京中科基因技术有限公司是一家致力于打造国内首个兽医检测检验独立实验室连锁机构的公司。它依托动物传染病诊断试剂与疫苗开发国家地方联合工程实验室、中山大学达安基因股份有限公司等技术优势，利用公司和国内外知名实验室比对认证的诊断试剂及诊断用标准物质，推动兽医检测检验实验室标准化运营，引领我国兽医数字化变革，高标准搭建智慧兽医诊断体系。同时，中科基因也相应的开展了一系列新特业务，例如：水质酸碱度检测、微生物检测、动物产品大肠杆菌检测、类大肠杆菌检测、大肠杆菌检测、抗生素残留的 ELISA 检测等。

表 6：中科基因业务内容

产品	服务对象	服务内容
共享实验室及共享专家体系	养殖企业	养殖企业提供疫病诊断、基因测序、免疫效果评价服务
	畜禽疫病及宠物诊疗机构、大学及科研机构、政府疾控及食品安全监管部门、兽药疫苗饲料企业	提供临床检验、免疫效果评价、临床试验、售后服务外包等第三方服务
线上线下兽医继续教育培训	用户	开展疫病流行信息、兽药及疫苗质量评价信息、细菌耐药性数字地图及病原变异、迁移和分布信息等大数据共享服务。

数据来源：普莱柯 2017 年年报，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

1) 公司疫苗新产品将在这几年陆续上市, 我们预计 2018-2020 年公司猪用疫苗产品销量将保持 27%、32%、35% 的增长, 出厂价基本保持不变。

2) 禽用疫苗及抗体方面, 目前国内禽类价格持续走高, 继而带动养殖户的养殖热情, 因此我们预计 2018-2020 年公司禽用疫苗及抗体产品销量将保持 25%、27%、29% 的增长, 出厂价基本保持不变。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
猪用疫苗	收入	159.91	203.09	268.07	361.90
	增速	-28.23%	27.00%	32.00%	35.00%
	毛利率	79.91%	81.00%	82.00%	83.00%
禽用疫苗及抗体	收入	183.07	228.84	290.62	374.90
	增速	3.51%	25.00%	27.00%	29.00%
	毛利率	59.69%	60.00%	61.00%	62.00%
化药	收入	160.91	209.18	282.40	381.24
	增速	13.98%	30.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	63.65%	65.00%	65.00%	65.00%
技术许可或转让收入	收入	21.45	30.00	33.00	36.00
	增速	-47.53%	39.86%	10.00%	9.09%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他业务	收入	4.55	4.78	5.02	5.27
	增速	231.51%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	25.05%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	529.9	675.9	879.1	1159.3
	增速	-9.13%	27.55%	30.07%	31.87%
	毛利率	68.33%	69.42%	69.98%	70.58%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.59 元、0.81 元、1.06 元, 对应动态 PE 分别为 25 倍、18 倍、14 倍。考虑同行业可比公司 2018 年平均 PE25 倍, 给予公司 2018 年 25 倍估值, 目前估值合理, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

5 风险提示

新品种推广或低于预期, 品种研发或低于预期, 下游市场波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	529.90	675.89	879.12	1159.32	净利润	114.19	190.17	260.65	342.61
营业成本	167.84	206.68	263.95	341.11	折旧与摊销	37.36	55.89	55.89	55.89
营业税金及附加	8.57	7.37	9.95	13.59	财务费用	-3.71	-3.89	-3.46	-2.23
销售费用	143.26	158.83	189.01	241.14	资产减值损失	1.75	1.00	1.00	1.00
管理费用	130.42	148.70	184.61	237.66	经营营运资本变动	-209.14	-201.40	-260.28	-368.83
财务费用	-3.71	-3.89	-3.46	-2.23	其他	200.43	-32.93	-39.99	-44.02
资产减值损失	1.75	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	140.86	8.84	13.81	-15.59
投资收益	18.19	32.00	39.00	43.00	资本支出	-26.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-213.63	32.00	39.00	43.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-240.52	32.00	39.00	43.00
营业利润	107.89	189.20	273.05	370.05	短期借款	0.00	69.05	110.84	200.22
其他非经营损益	25.44	34.00	32.40	31.40	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	133.33	223.20	305.45	401.45	股权融资	19.74	0.00	0.00	0.00
所得税	19.15	33.02	44.80	58.85	支付股利	-64.75	-39.33	-65.50	-89.77
净利润	114.19	190.17	260.65	342.61	其他	-19.56	3.89	3.46	2.23
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-64.57	33.62	48.80	112.69
归属母公司股东净利润	114.19	190.17	260.65	342.61	现金流量净额	-164.22	74.46	101.61	140.10
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	263.48	337.95	439.56	579.66	成长能力				
应收和预付款项	116.42	146.43	188.68	250.44	销售收入增长率	-9.12%	27.55%	30.07%	31.87%
存货	71.09	87.49	111.78	144.53	营业利润增长率	-41.06%	75.36%	44.32%	35.52%
其他流动资产	700.85	893.95	1162.74	1533.34	净利润增长率	-39.26%	66.55%	37.06%	31.44%
长期股权投资	18.56	18.56	18.56	18.56	EBITDA 增长率	-33.32%	70.41%	34.95%	30.18%
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	369.28	318.50	267.72	216.93	毛利率	68.33%	69.42%	69.98%	70.58%
无形资产和开发支出	207.52	202.41	197.31	192.20	三费率	50.95%	44.92%	42.11%	41.11%
其他非流动资产	57.90	57.90	57.90	57.90	净利率	21.55%	28.14%	29.65%	29.55%
资产总计	1805.11	2063.19	2444.24	2993.56	ROE	7.28%	11.06%	13.61%	15.81%
短期借款	0.00	69.05	179.89	380.11	ROA	6.33%	9.22%	10.66%	11.44%
应付和预收款项	75.07	88.29	115.10	150.24	ROIC	6.43%	9.85%	12.33%	13.98%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.71%	35.69%	37.02%	36.55%
其他负债	161.20	186.16	234.40	295.52	营运能力				
负债合计	236.27	343.50	529.39	825.87	总资产周转率	0.30	0.35	0.39	0.43
股本	323.74	323.74	323.74	323.74	固定资产周转率	1.75	2.13	3.29	5.36
资本公积	478.42	478.42	478.42	478.42	应收账款周转率	5.01	5.56	5.71	5.73
留存收益	793.67	944.52	1139.68	1392.52	存货周转率	2.52	2.60	2.64	2.66
归属母公司股东权益	1568.84	1719.69	1914.85	2167.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.67%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1568.84	1719.69	1914.85	2167.68	资产负债率	13.09%	16.65%	21.66%	27.59%
负债和股东权益合计	1805.11	2063.19	2444.24	2993.56	带息债务/总负债	0.00%	20.10%	33.98%	46.03%
					流动比率	5.58	4.67	3.81	3.15
					速动比率	5.23	4.39	3.58	2.97
					股利支付率	56.70%	20.68%	25.13%	26.20%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	141.54	241.19	325.48	423.71	每股收益	0.35	0.59	0.81	1.06
PE	41.39	24.85	18.13	13.80	每股净资产	4.85	5.31	5.91	6.70
PB	3.01	2.75	2.47	2.18	每股经营现金	0.44	0.03	0.04	-0.05
PS	8.92	6.99	5.38	4.08	每股股利	0.20	0.12	0.20	0.28
EV/EBITDA	31.12	18.24	13.55	10.55					
股息率	1.37%	0.83%	1.39%	1.90%					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%以下
行业评级	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 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn