

普莱柯 (603566.SH) 买入 (首次评级)

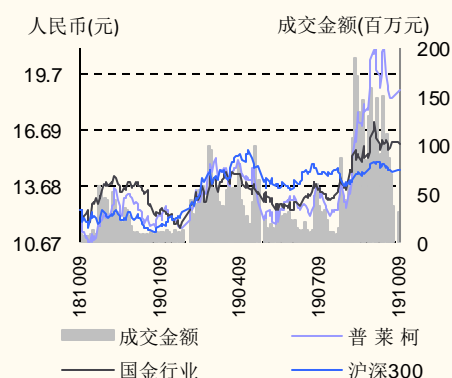
公司深度研究(深度)

市场价格(人民币): 18.83元

目标价(人民币): 21.66

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	321.50
总市值(百万元)	6,053.77
年内股价最高最低(元)	21.05/18.43
沪深300指数	3843.24
上证指数	2924.86



研发创新型企业，高研发投入铸就多产品转化

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.353	0.419	0.450	0.541	0.610
每股净资产(元)	4.85	5.05	5.21	5.37	5.58
每股经营性现金流(元)	0.44	0.39	0.44	0.53	0.58
市盈率(倍)	62.91	28.19	45.36	37.72	33.45
净利润增长率(%)	-39.26%	18.77%	6.63%	20.23%	12.76%
净资产收益率(%)	7.28%	8.29%	8.64%	10.06%	10.92%
总股本(百万股)	323.74	323.74	321.50	321.50	321.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业: 畜牧业规模化提升、政策改革及疫情防控迭代推动疫苗行业发展;**
 - 1) **疫情加速行业规模化率, 疫苗渗透率有望提升;** 目前散养户在疫情防控、资金实力及管理水平相对较弱, 在疫情情况下会大量去化, 而规模化提升将带来疫苗渗透率提升, 规模化企业往往更重视疾病预防, 其生猪防疫费用要远远大于散养生猪费用, 龙头温氏股份、牧原股份药品防疫费用占比分别高达 5.3%、9.8%。
 - 2) **强免疫政策改革推动市场苗发展;**
 - 3) **行业将从存量发展迎来增量共赢阶段: 非瘟疫苗即将进入临床阶段, 将给行业带来较大空间;** 我们假设非瘟疫苗上市之初由政府采购为主, 后期向政采及市场采购结合方式发展, 同时由于非瘟疫苗生产难度大, 生产成本较高, 其定价将大概率高于市场上其他苗种, 故其市场空间将大幅提高。
- **公司: 短期看禽苗、化药, 中长期看系列基因工程苗;** **短期:** 受非瘟疫情影响, 禽行业景气度提升, 公司禽苗产品及抗体销量大增, 18年新支流法与新支流基因工程疫苗销量同比增长分别达 190.33%、128.18%, 今年有望保持较高增长, 同时疫情加大了对消毒剂及中兽药的需求, 化药板块实现增长。 **中长期:** 非瘟疫情带动下游养殖行业规模化率快速提升, 从而带动免疫渗透率提升, 公司掌握成熟的基因工程苗技术, 产品力领先有望充分受益, 同时口蹄疫、伪狂犬等大单品有望上市带来新增量。
- **研发创新是疫苗企业之灵魂, 看好公司高研发投入铸就多产品转化:** 公司为兽药行业少数具备独立研发能力的企业, 从中兽药企业向生物制品发展, 关键突破均凭借技术创新; 2019年上半年公司研发投入占比达 14.21%, 位列行业第一, 并依托国家中心的平台, 拥有一支以博士硕士为主的 258 人研发团队。目前公司凭借其先进的基因工程疫苗研发技术平台全力支持非瘟疫苗研发, 未来有望凭借其研发平台扩宽产品矩阵。

盈利预测及投资建议

- 公司高研发投入+多产品布局, 我们持续看好公司未来研发落实业绩, 2019-2021年归母净利润分别为 1.45/1.74/1.96 亿元, EPS 分别为 0.45/0.54/0.61 元/股, 给予目标价 21.66 元, 对应 2020 年为 40 倍 PE, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险

- 下游养殖行业波动、疫病风险、新品销售不及预期及市场竞争加剧风险、政府招标采购政策变动的风险、人才流失风险。

沈嘉妍 联系人
shenjiayan@gjzq.com.cn袁维 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司研发实力出众，产品力卓越.....	4
1.1 发展历程：技术优势明显、产品力卓越.....	4
1.2 主要业务：畜禽疫苗及化药业务为主，受疫情影响禽苗、化药增长快速.....	5
1.3 产品矩阵：短期看禽苗化药、中长期看系列基因工程苗.....	6
2、行业：畜牧业规模化提升、政策改革及疫情防控迭代推动疫苗行业发展.....	8
2.1 非瘟疫情加速畜牧业养殖规模化，疫苗渗透率有望提升.....	8
2.2 政策加速市场苗发展，行业迎来产品为王时代.....	9
2.3 非瘟疫苗有望研发上市，行业空间有望翻倍.....	11
3、短期：公司禽苗产品优势明显，高景气促高增长.....	13
4、中长期：基因工程苗产品力领先，规模化提升实现长期发展.....	15
5、可持续发展：持续的研发创新是公司核心竞争力.....	19
5.1 公司为高研发投入企业，关键突破均凭借技术创新.....	19
5.2 高研发投入铸就多产品储备.....	20
5.3 公司全力支持非瘟疫苗研发.....	20
6、盈利预测及投资建议.....	21
6.1 营收拆分.....	21
6.2 投资建议.....	22
7、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司发展历史.....	4
图表 2：公司股权结构.....	5
图表 3：公司营收及同比增长.....	6
图表 4：公司净利及同比增长.....	6
图表 5：公司业务构成.....	6
图表 6：公司毛利率水平.....	6
图表 7：公司产品分类.....	7
图表 8：公司主要产品销量情况.....	7
图表 9：生猪饲养规模场（户）数.....	8
图表 10：肉鸡饲养规模场（户）数.....	8
图表 11：非洲猪瘟导致俄罗斯小型猪厂养殖场规模急剧缩减.....	8
图表 12：规模化企业防疫费用大大高于散户防疫费用.....	9
图表 13：防疫费用占总成本比例.....	9
图表 14：2018 牧原药品防疫费用占比高达 9.8%.....	9
图表 15：2018 温氏药品防疫费用占比达 5.3%.....	9
图表 16：2017 年高致病性蓝耳病、猪瘟退出强制免疫计划.....	10
图表 17：禽用强制免疫疫苗销售量、销售额及占比.....	10

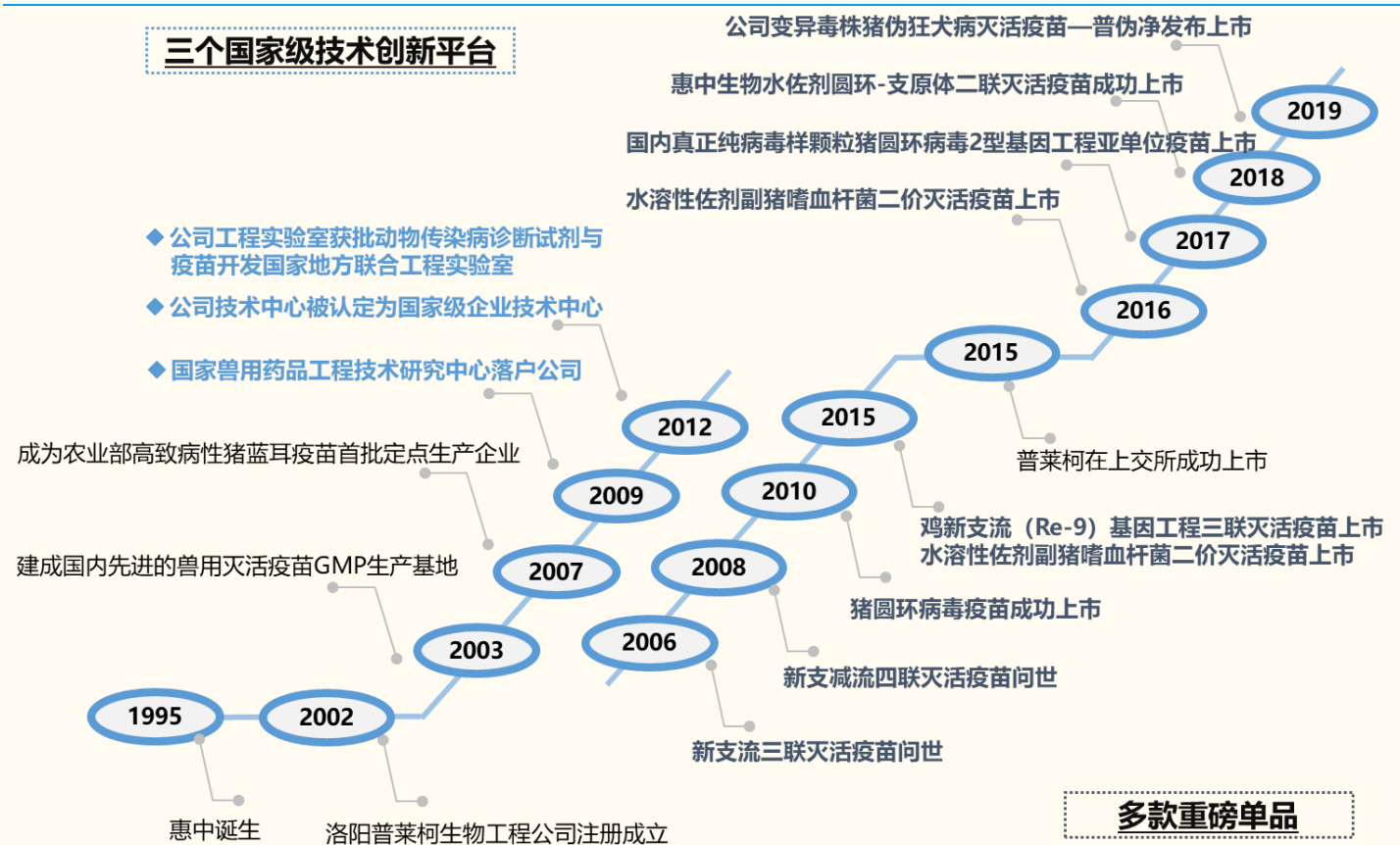
图表 18: 猪强制免疫疫苗销售量、销售额及占比.....	10
图表 19: 兽用疫苗研发到上市全过程.....	11
图表 20: 非瘟疫苗市场空间测算.....	11
图表 21: 在产祖代、在产父母代存栏及父母代鸡苗销售 (万套)	13
图表 22: 父母代、商品代鸡苗价格 (元/套)	13
图表 23: 公司禽类疫苗产品.....	14
图表 24: 公司禽苗及抗体业务营收及同比增长.....	14
图表 25: 猪用疫苗收入及同比增长.....	15
图表 26: 圆环苗主要产品及生产厂家.....	15
图表 27: 竞争格局.....	16
图表 28: 近几年勃林格圆环苗增速较低.....	16
图表 29: 公司圆环系列产品: 从全病毒-基因工程-联苗.....	17
图表 30: 生产厂商众多, 伪狂犬病活疫苗 (Bartha-K61 株) 生产数量占据大 半江山.....	17
图表 31: 历史关键突破均凭借技术创新.....	19
图表 32: 公司研发费用占比行业领先.....	19
图表 33: 公司技术转让收入保持稳定.....	19
图表 34: 目前在研项目	20
图表 35: 产品矩阵有望拓宽.....	21
图表 36: 公司业务营收拆分(百万元).....	22
图表 37: 相关公司估值情况.....	23

1、公司研发实力出众，产品力卓越

1.1 发展历程：技术优势明显、产品力卓越

- 公司成立于 2002 年，主要从事畜禽用疫苗及化药的研发、生产和销售，2003 年建成国内先进的兽用灭活疫苗 GMP 生产基地，2007 年成为农业部高致病性猪蓝耳疫苗首批定点生产企业，并且于 2015 年公司在上交所上市。
- 公司技术实力出众，近几年重磅产品相继上市。公司目前 3 个国家级研发机构：国家兽用药品工程技术研究中心、国家级企业技术中心和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，同时持续高强度的研发投入也保障公司研发项目的顺利开展，近三年猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗、水佐剂圆环-支原体二联灭活疫苗、猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗等相继上市；并且技术转让收入持续高增长，1H2019 新签订技术转让或许可合同 1,790 万元，确认收入 1,202 万元。

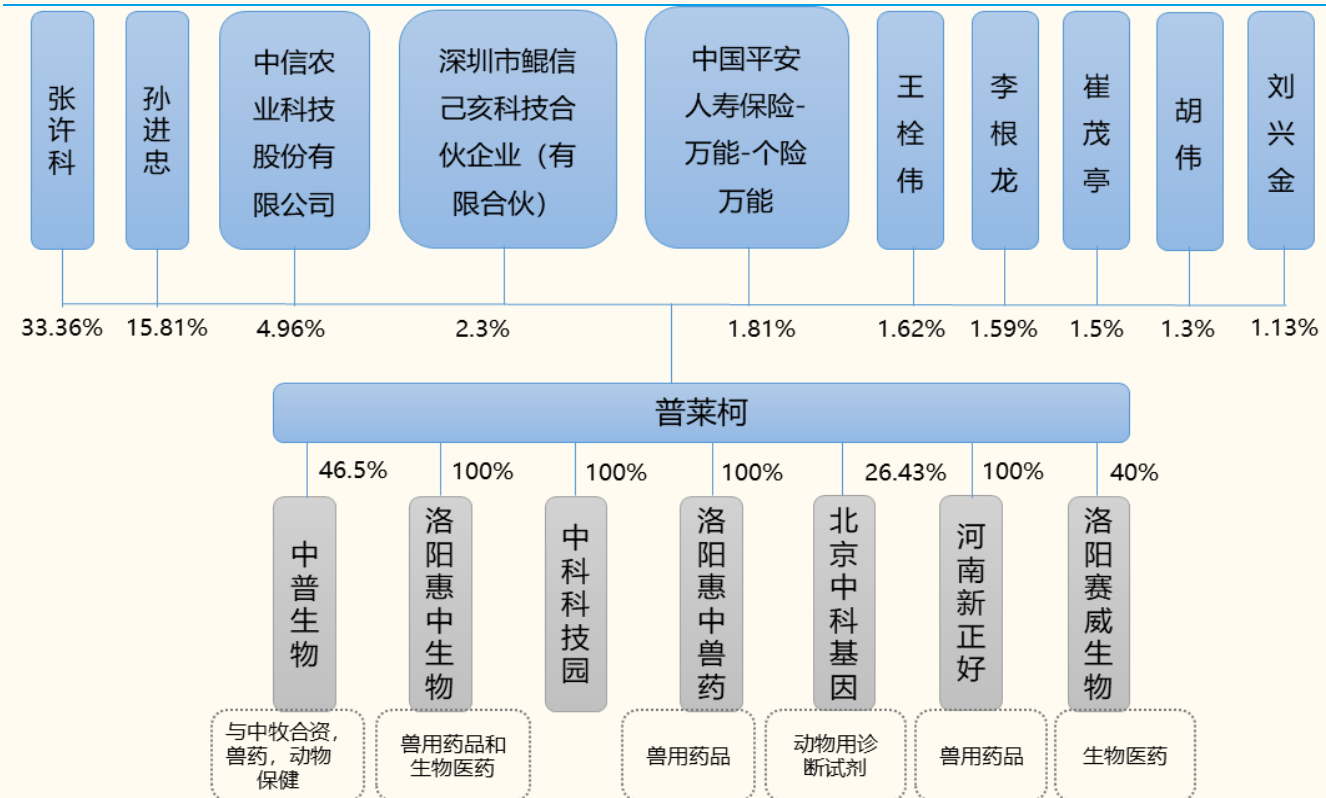
图表 1：公司发展历史



来源：公司公告、国金证券研究所

- 目前公司的控股股东和实际控制人为公司董事长张许科研究员，持有 33.36% 股权，其次为副董事长、国家兽用药品工程技术中心主任孙进忠，持有 15.81% 股权。公司共拥有 4 家全资子公司，主要从事兽用药品和生物医药，此外联营企业中普生物主要从事口蹄疫疫苗研发，北京中科基因主要从事动物诊断检测。

图表 2：公司股权结构

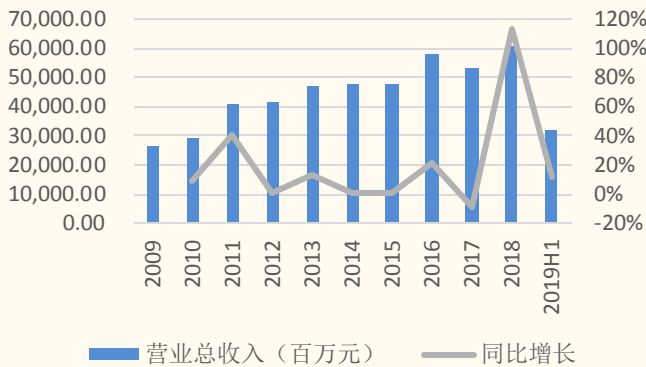


来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 主要业务：畜禽疫苗及化药业务为主，受疫情影响禽苗、化药增长快速

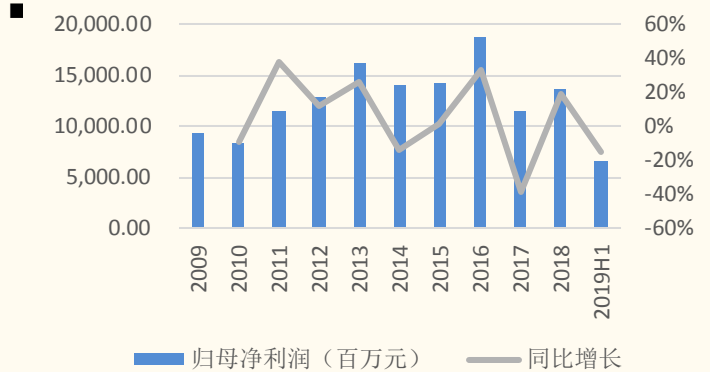
- 公司主要业务为畜禽疫苗及化药，2019 年上半年公司畜禽疫苗收入占比达 62%（其中猪用疫苗占比 17%，禽用疫苗占比 45%），化药板块占比 32.8%，公司主要产品涵盖猪用和禽用系列基因工程疫苗、全病毒疫苗、抗体、化药制剂、消毒剂、中兽药等。
- 1H2019 行业受非瘟疫情影响业绩普遍下滑，但公司由于禽用疫苗及化药板块实现了较好的增长，1H2019 公司实现了营业收入 3.2 亿元，同比增长 12.02%，归母净利润为 6,507.68 万元，同比下降 14.86%，主要源于非瘟疫情，下游生猪养殖业产能去化严重，公司猪用疫苗同比下滑 40.11%；同时公司抓住禽景气度提升的良好机遇，持续推广“434”系列免疫方案、新流法 1 日龄免疫等科学减负方案，禽用疫苗及抗体实现销售收入 14,381.87 万元，同比增长 38.76%；在化学药品方面，公司抓住非洲猪瘟疫情对消毒剂市场的需求，实现营业收入 10,496.95 万元，同比增长 30.47%。

图表 3：公司营收及同比增长



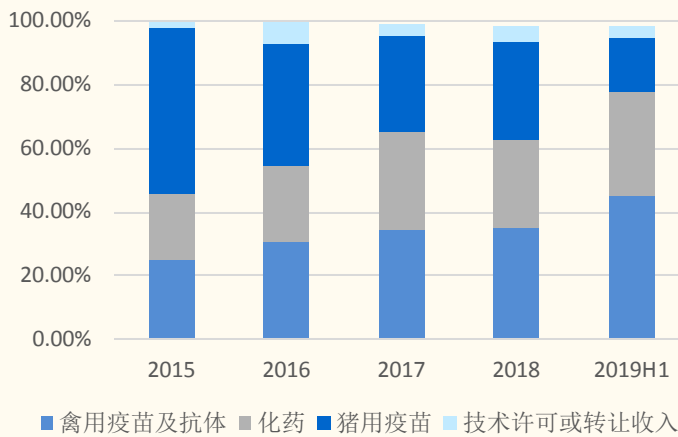
来源：wind、国金证券研究所

图表 4：公司净利及同比增长



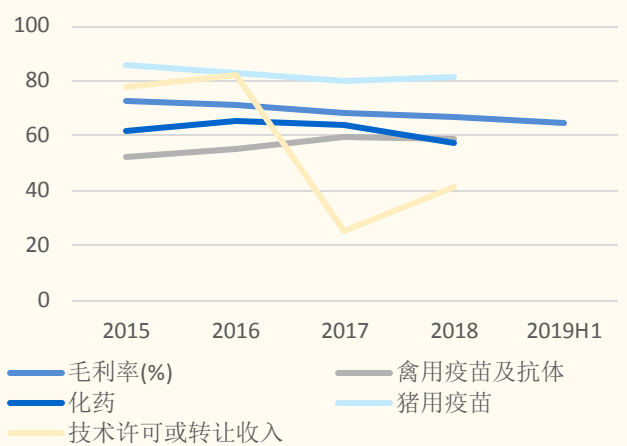
来源：wind、国金证券研究所

图表 5：公司业务构成



来源：wind、国金证券研究所

图表 6：公司毛利率水平



来源：wind、国金证券研究所

1.3 产品矩阵：短期看禽苗化药、中长期看系列基因工程苗

- 公司具体产品分类有禽类疫苗、畜用疫苗和化药产品，禽类疫苗主要有新支流基因工程三联灭活疫苗、新支流法基因工程四联灭活疫苗等；畜用疫苗主要有猪圆环基因工程亚单位疫苗、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗等。
- 从公司角度出发，短期看禽类疫苗及化药，中长期看系列工程疫苗：
- 短期：受非瘟疫情影响，禽行业景气度提升，带动禽类养殖户积极性，公司禽苗产品及抗体销量大增，2018 年新-支-流-法四联基因工程疫苗与新-支-流基因工程三联疫苗销量同比增长分别达 190.33%、128.18%，同时疫情加大了对消毒剂及中兽药的需求，化药板块实现增长；
- 中长期：非瘟疫情带动下养殖行业规模化率快速提升，从而带动各苗种渗透率提升，公司掌握成熟的基因工程苗技术，产品力领先有望充分受益。

图表 7：公司产品分类

领域	细分	主要产品
兽用生物制品	猪用灭活疫苗	猪圆环基因工程亚单位疫苗、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、猪圆支二联灭活疫苗、猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗(流行株)等
	猪用活疫苗	猪瘟活疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗、伪狂犬活疫苗等
	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) 等
	禽用灭活疫苗	新支流基因工程三联灭活疫苗、新支流法基因工程四联灭活疫苗、新流法基因工程三联灭活疫苗等
	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等
兽用化学药品	化药制剂	注射用头孢噻唑、头孢噻唑注射液、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、芩黄口服液、板青颗粒等
	消毒剂	戊二醛苯扎溴铵溶液、过氧乙酸溶液等

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：公司主要产品销量情况

	药（产）品名称	注册分类	2018 年销售量	2017 年销售量	同比增长
猪病预防	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	二类	2107.80	3,308.74	-36.30%
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（水佐剂）	三类	318.97	358.72	-11.08%
	猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗	三类	703.01	55.7	1162.14%
	猪瘟活疫苗	-	6001.06	5694.45	5.38%
	伪狂犬活疫苗	-	2074.35	2619.07	-20.80%
禽病治疗	新-支-流-法四联基因工程疫苗	三类	26934.40	9277.15	190.33%
	新-支-流基因工程三联疫苗	三类	23731.20	10400.15	128.18%
	新-支-流三联疫苗	三类	19100.85	9938.35	92.19%
	新-流-法三联基因工程疫苗	三类	14620.60	3681.63	297.12%
	新-流二联灭活疫苗	-	19510.15	12292.13	58.72%
	新-流二联灭活疫苗（浓缩）	三类	9220.98	771.75	1094.81%
	法氏囊抗体	-	32357.09	27662.27	16.97%
畜禽疫病治疗或预防	头孢噻唑冻干粉针剂	三类	539.38	512.2	5.31%

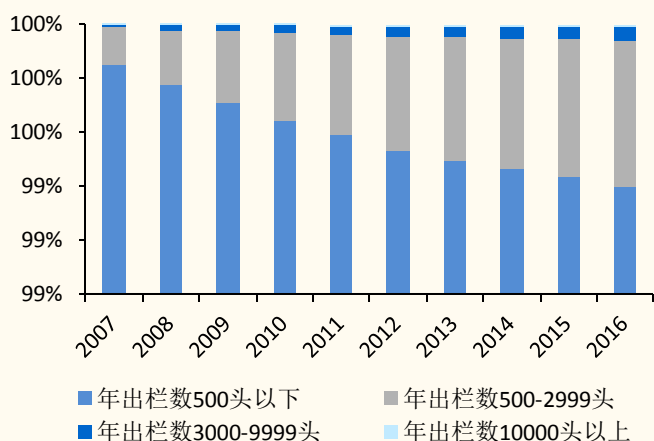
来源：公司公告、国金证券研究所

2、行业：畜牧业规模化提升、政策改革及疫情防控迭代推动疫苗行业发展

2.1 非瘟疫情加速畜牧业养殖规模化，疫苗渗透率有望提升

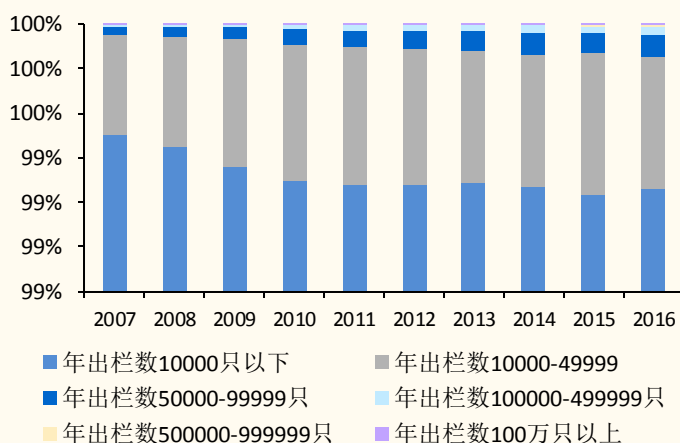
- 目前，我国生猪养殖、禽类养殖产业规模化程度不断提升，特别是近几年时间，规模化程度进程进一步加快；而根据生猪养殖行业十二五发展规划，到 2020 年，生猪、蛋鸡和肉鸡的规模化养殖比例将有望分别达到 70%、55% 和 80% 左右。
- 疫情导致散户大幅去化，规模化程度加速提升；以俄罗斯为例，非瘟疫情爆发后，由于小型养殖场相较于大型养殖场生物防控能力较弱，以及国家后期采取补贴大型养殖场的方式保证全国的生猪供应，小型养殖场其生猪产量占全国总产量的比例从 2006 年的 72% 降至 2018 年的 15%，预计未来将持续下滑，目前非瘟疫情对我国生猪养殖业造成的影响较大，相较于规模养殖户，散养户疫情防控能力较弱，资金实力及管理水平也相对较弱，在此情况下散养户将永久性退出，故在疫情常态化下，我国生猪养殖规模化程度有望加速提升。

图表 9：生猪饲养规模场（户）数



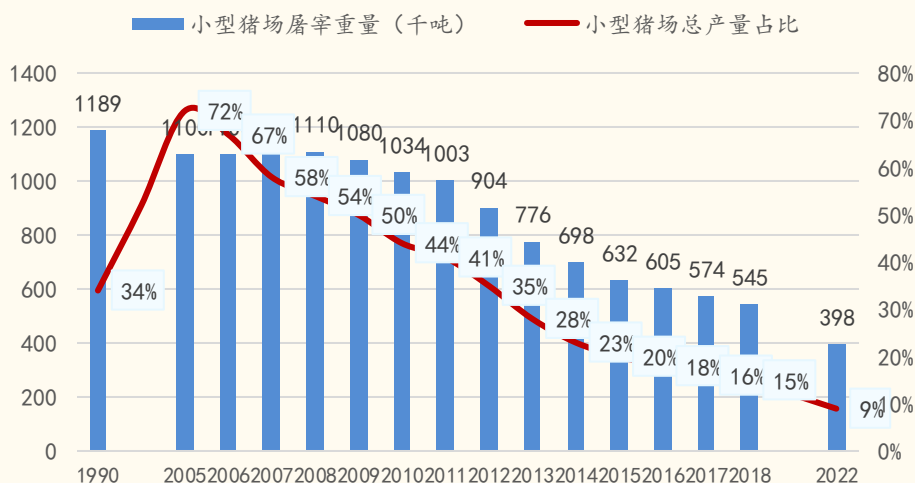
来源：wind、国金证券研究所

图表 10：肉鸡饲养规模场（户）数



来源：wind、国金证券研究所

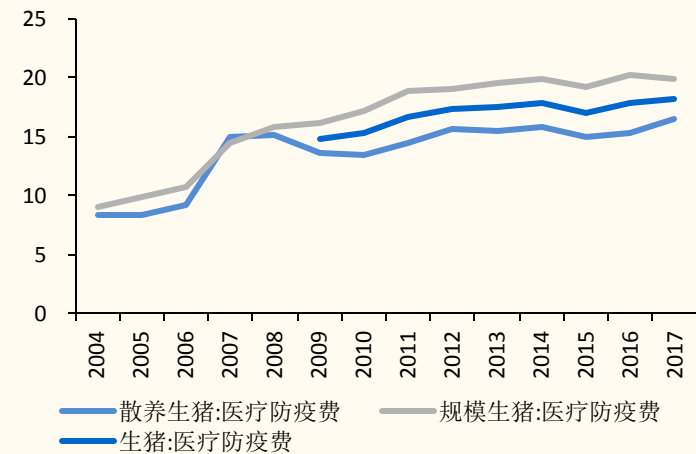
图表 11：非洲猪瘟导致俄罗斯小型猪场养殖场规模急剧缩减



来源：USAD、国金证券研究所

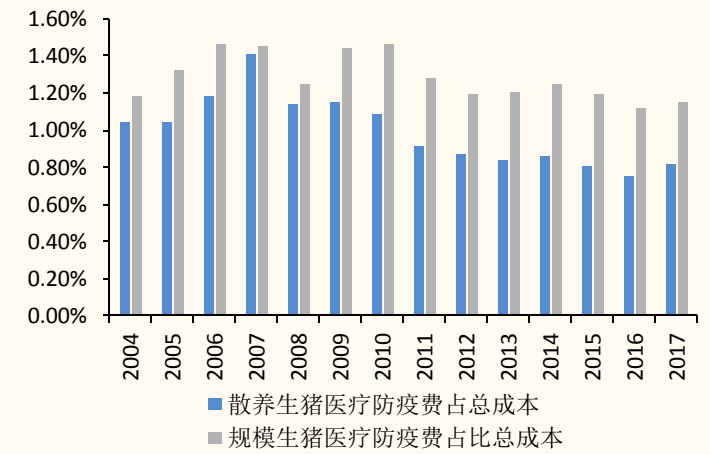
- **规模化提升带来疫苗渗透率提升**；畜牧业养殖密集度越高，疫情风险越大，规模化企业往往更重视疾病预防，规模养殖企业一方面会加大传统疫苗的使用剂量，或增加疫苗头份或增加次数，另一方面企业会扩大疫病防控的范围，例如猪圆环与伪狂犬疫苗等疫苗逐渐开始广泛注射。
- 我们可以看到近几年生猪医疗防疫费用保持稳定，但规模生猪防疫费用要远远大于散养生猪费用，而生猪养殖龙头温氏股份、牧原股份药品防疫费用占比分别高达 5.3%、9.8%。

图表 12：规模化企业防疫费用大大高于散户防疫费用（元/头）



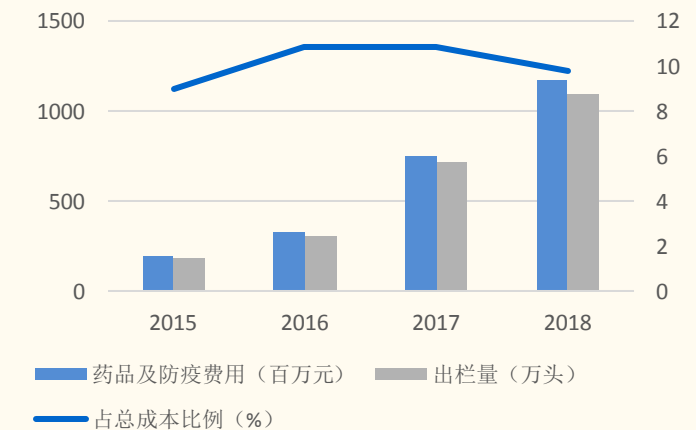
来源：wind、国金证券研究所

图表 13：防疫费用占总成本比例 (%)



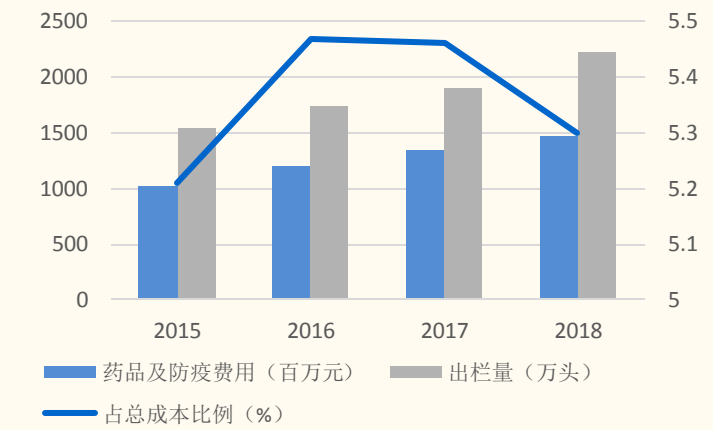
来源：wind、国金证券研究所

图表 14：2018 牧原药品防疫费用占比高达 9.8%



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 15：2018 温氏药品防疫费用占比达 5.3%



来源：公司年报、国金证券研究所

2.2 政策加速市场苗发展，行业迎来产品为王时代

- 过去十年均是由国家畜牧兽医监管机构出台强制免疫政策，疫苗由政府通过统一招标方式采购，再免费发放给养殖户使用。
- **2017 年猪瘟、高致病性蓝耳病退出国家强制免疫，标志着我国兽用疫苗迎来了市场化阶段**；生猪疫苗方面只剩下口蹄疫疫苗还进行国家强制免疫，其他针对国内猪病的疫苗重心均转向市场苗，我们也可以明显的看到 2017 年猪用强制免疫销售额大幅下降至 12.89 亿元，实行了 10 年的国家猪病强制免疫政策开始松绑，市场化疫苗的发展空间将越来越大。

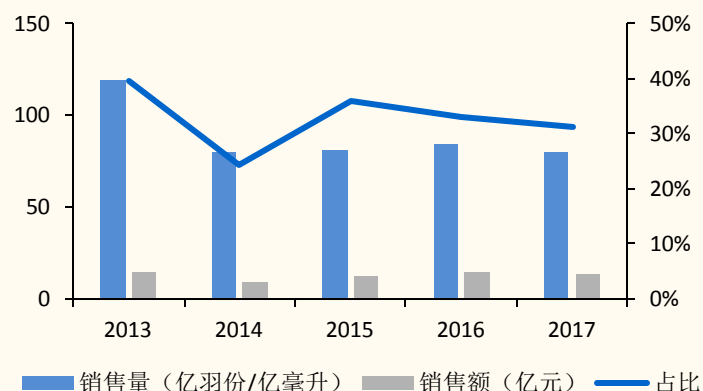
- 疫苗市场化发展将有利于提高疫苗质量，也带来行业扩容；政府采购的疫苗往往会出现竞标企业竞相压价的情况，导致中标企业牺牲质量降低生产成本，而使得疫苗质量参差不齐，无法保证免疫效果；而市场化疫苗由养殖企业这个利益相关者根据质量直接采购，大型养殖企业往往十分重视防疫，疫苗质量也将得到进一步提升；同时 17 年我国出台“先打后补”政策，养殖企业拥有主动权，也在一定程度上有利于疫苗质量的提升。

图表 16：2017 年高致病性蓝耳病、猪瘟退出强制免疫计划

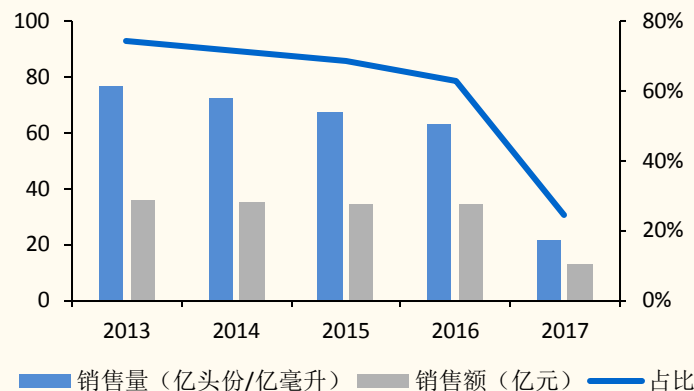
免疫品种	免疫动物种类和区域
《2019 年国家动物疫病强制免疫计划》：口蹄疫亚洲 I 型退出强制免疫；H5+H7 亚型高致病性禽流感二价灭活疫苗变更为三价灭活疫苗	
高致病性禽流感	对所有鸡、水禽（鸭、鹅）、人工饲养的鹌鹑、鸽子等，进行 H5 亚型和 H7 亚型高致病性禽流感免疫
口蹄疫	对所有猪、牛、羊、骆驼、鹿进行 O 型口蹄疫免疫；对所有奶牛和种公牛进行 A 型口蹄疫免疫
小反刍兽疫	对所有羊进行小反刍兽疫免疫
布鲁氏菌病	
包虫病	在包虫病流行区，对种羊进行程序化免疫，对新生羔羊、补栏羊及时进行免疫
猪瘟、高致病性猪蓝耳病各地应按照国家防治指导意见执行	
《2018 年国家动物疫病强制免疫计划》：2018 年新增 H7 亚型高致病性禽流感	
高致病性禽流感	全国所有鸡、水禽（鸭、鹅）、人工饲养的鹌鹑、鸽子等，进行 H5 亚型和 H7 亚型高致病性禽流感免疫
口蹄疫	猪、牛、羊、骆驼、鹿进行 O 型口蹄疫免疫；对所有奶牛和种公牛进行 A 型口蹄疫免疫；在 6 月 30 日前，对所有牛、羊、骆驼、鹿进行亚洲 I 型口蹄疫免疫。
小反刍兽疫	对所有羊进行小反刍兽疫免疫
布鲁氏菌病	在布鲁氏菌病一类地区，对除种畜外的牛羊进行布鲁氏菌病免疫；种畜禁止免疫；在布鲁氏菌病二类地区，原则上禁止对牛羊免疫；
包虫病	在包虫病流行区，对新生羔羊、补栏羊及时进行包虫病免疫
《2017 年国家动物疫病强制免疫计划》：2017 年高致病性蓝耳病、猪瘟退出强制免疫计划	
H5 亚型高致病性禽流感	全国所有鸡、水禽（鸭、鹅）、人工饲养的鹌鹑、鸽子等，进行 H5 亚型高致病性禽流感免疫
口蹄疫	全国所有猪进行 O 型口蹄疫免疫；对所有牛、羊、骆驼、鹿进行 O 型和亚洲 I 型口蹄疫免疫；对所有奶牛和种公牛进行 A 型口蹄疫免疫
小反刍兽疫	全国所有羊进行小反刍兽疫免疫
布鲁氏菌病一类地区	布鲁氏菌病一类地区，对牛羊（不包括种畜）进行布鲁氏菌病免疫；种畜禁止免疫；在布鲁氏菌病二类地区，原则上禁止对牛羊免疫
包虫病流行区免疫	包虫病流行区，对新补栏羊只进行包虫病免疫

来源：畜牧兽医协会、国金证券研究所

图表 17：禽用强制免疫疫苗销售量、销售额及占比



图表 18：猪强制免疫疫苗销售量、销售额及占比



来源：中国兽药协会、国金证券研究所

来源：中国兽药协会、国金证券研究所

2.3 非瘟疫苗有望研发上市，行业空间有望翻倍

- **非瘟疫苗研发进程快，目前即将进入临床阶段；**哈兽研对于中间试制的产品已经基本完成安全性和有效性检验，已向农业农村部提出生物安全评价申请，后续将还有临床试验、新兽药注册、生产文号过程。
- **非瘟疫苗将给行业带来较大空间；**若非瘟疫苗成功研发上市，将给整个动物疫苗行业带来较大空间，行业也将从存量发展迎来增量共赢阶段。根据蓝耳疫苗及以往苗种上市情况，我们假设非瘟疫苗上市之初由政府采购为主，后期向政采及市场采购结合方式发展，同时由于非瘟疫苗生产难度大，生产成本较高，其定价将大概率高于市场上其他苗种，故其市场空间将大幅提高。同时由于非瘟疫情的严峻性，我们认为具有较高生产工艺、技术水平的龙头企业有望首先受益。

图表 19：兽用疫苗研发到上市全过程



来源：农村农业部、国金证券研究所

图表 20：非瘟疫苗市场空间测算

受疫情影响下疫苗空间(亿元)												
政策方式	出栏/存栏量(亿头)	免疫次数	价格(元头份)/渗透率	3	5	7	3	5	7	3	5	7
				生猪	4.05	2	50%	12.14	20.23	28.32	0.85	1.41
母猪	0.19	3	70%	16.99	28.32	39.64	1.19	1.98	2.77	18.18	30.29	42.41
			90%	21.84	36.41	50.97	1.52	2.54	3.56	23.37	38.95	54.53
政策+市场方式(政策50%+市场50%)												
政策方式	出栏/存栏量	免疫次数	价格(元头份)/渗透率	10	13	16	10	13	16	10	13	16
				生猪	4.05	2	50%	20.23	26.29	32.36	1.41	1.84
母猪	0.19	3	70%	28.32	36.81	45.31	1.98	2.57	3.16	39.38	54.53	69.68
			90%	36.41	47.33	58.25	2.54	3.30	4.07	50.63	70.11	89.58
生猪产业稳定下疫苗空间(亿元)												
政策方式	出栏/存栏量	免疫次数	价格(元头份)	3	5	7	3	5	7	3	5	7

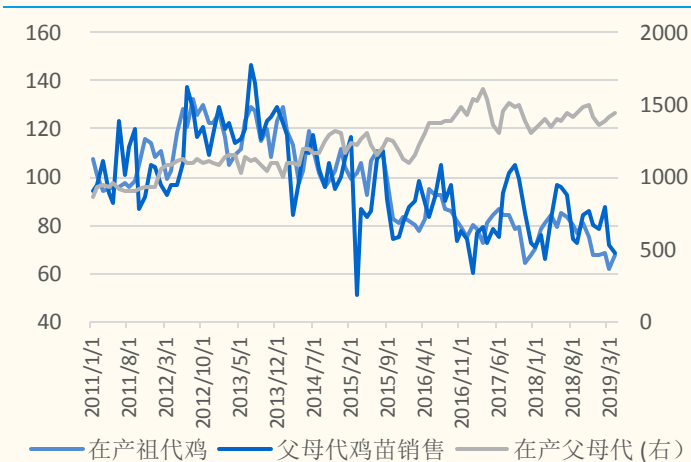
	(亿头)		份) /渗透率									
生猪	6.50	2	50%	19.50	32.50	45.50	0.85	1.41	1.98	20.35	33.91	47.48
母猪	0.30	3	70%	27.30	45.50	63.70	1.19	1.98	2.77	28.49	47.48	66.47
			90%	35.10	58.50	81.90	1.52	2.54	3.56	36.62	61.04	85.46
政采+市场方式 (政采 50%+市场 50%)												
			价格 (元头份) /渗透率	10	13	16	10	13	16	10	13	16
生猪	6.50	2	50%	32.50	42.25	52.00	1.41	1.84	2.26	44.09	61.04	78.00
母猪	0.30	3	70%	45.50	59.15	72.80	1.98	2.57	3.16	61.72	85.46	109.2
			90%	58.50	76.05	93.60	2.54	3.30	4.07	79.35	109.9	140.4

来源：农村农业部、国金证券研究所

3、短期：公司禽苗产品优势明显，高景气促高增长

- 受益于供给端偏紧，禽行业进入景气周期，同时非瘟疫情带来的替代效应大大拉长了景气周期；由于15年欧美爆发禽流感，我国祖代引种量急速下降，从最高点15年的151万套下降到18年的75万套，而白羽肉鸡养殖周期通常在60周到142周，目前15年前的高引种量已全部消耗，供给端显现偏紧状态；而由于前几年引种下降，15-17年种鸡几乎全部进行了换羽，但目前种公鸡缺少无法配种，从而限制了换羽，2018年下半年产业链各产品价格均持续上涨，从而也促进了禽类养殖的积极性，禽用疫苗的市场受益于养殖量的回升。而在非瘟疫情背景下禽类是猪肉最好的替代肉品，行业景气度有望持续至明年。

图表 21：在产祖代、在产父母代存栏及父母代鸡苗销售（万套）



图表 22：父母代、商品代鸡苗价格（元/套）

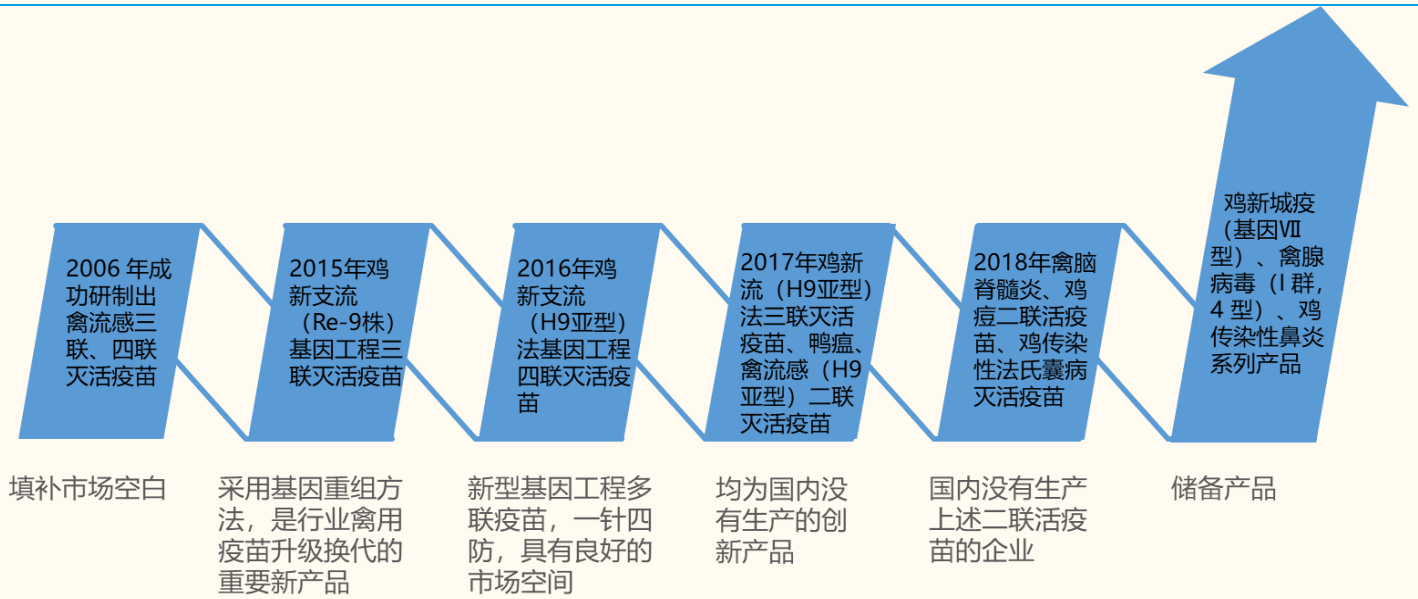


来源：中国畜牧业协会、国金证券研究所

来源：中国畜牧业协会、国金证券研究所

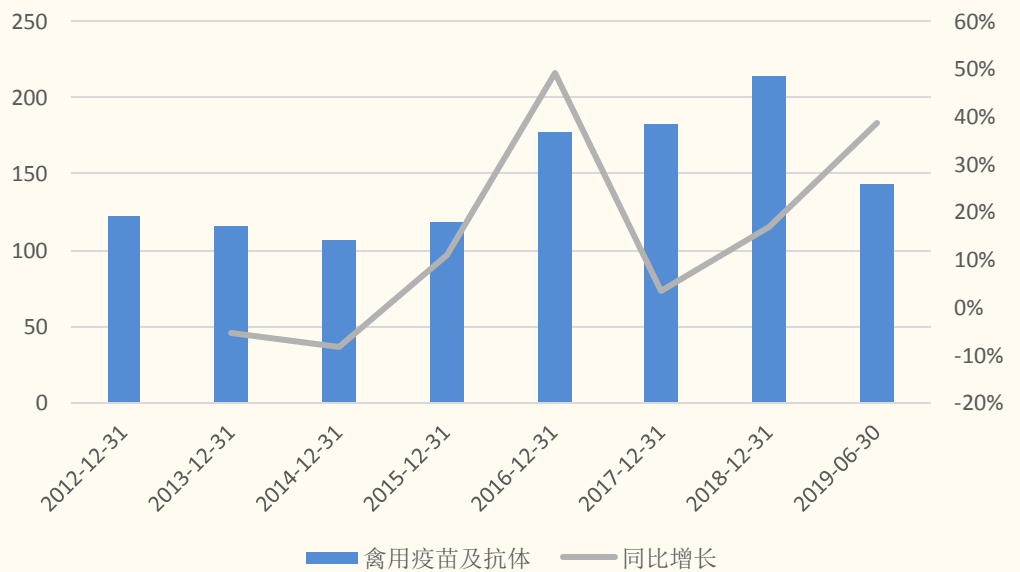
- 公司联苗及基因工程苗技术领先，销量迎来高增长。
- 公司于 2002 年便致力于禽类联苗研发，填补了当时的市场空白，先后突破了多联多价疫苗抗原组培技术、膜分离纯化技术、抗原超滤浓缩技术、鸡传染性支气管炎灭活疫苗血清学效力检验标准，于 2006 年成功研制出禽流感三联、四联灭活疫苗，进入禽用疫苗领域。
- 核心基因工程苗产品迎来销量高增长；2016 年公司历时数年研制成功的国内首家利用禽流感基因重组技术的鸡新城疫（Re-9）三联基因工程疫苗上市，该产品毒株具有增殖滴度高、抗原保护谱广、免后 HI 抗体高、生物安全性好（毒力弱）等优点，填补了禽流感（H9 亚型、基因重组）三联疫苗国内空白，是行业禽用疫苗升级换代的重要新产品；同年鸡新城疫法四联灭活疫苗成功上市，进一步保持公司在禽用基因工程多联疫苗创新领先地位，2018 年两款核心产品销量增长分别达到 190.33%、128.18%，随着行业景气度提升及推广高峰期，两款核心产品今年销量有望翻倍。
- 产品更新换代快+技术先进，是公司持续发展的动力；公司目前产品储备丰富，鸡新城疫（基因 VII 型）、禽腺病毒（I 群，4 型）、鸡传染性鼻炎等系列基因工程产品有望在未来几年内获批上市，目前公司鸡新城疫（基因 VII 型）、鸡传染性鼻炎产品均已经进行兽药注册，将进一步丰富公司禽用疫苗产品结构，持续保持在禽用市场疫苗方向的领先地位。

图表 23：公司禽类疫苗产品



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 24：公司禽苗及抗体业务营收（百万元）及同比增长

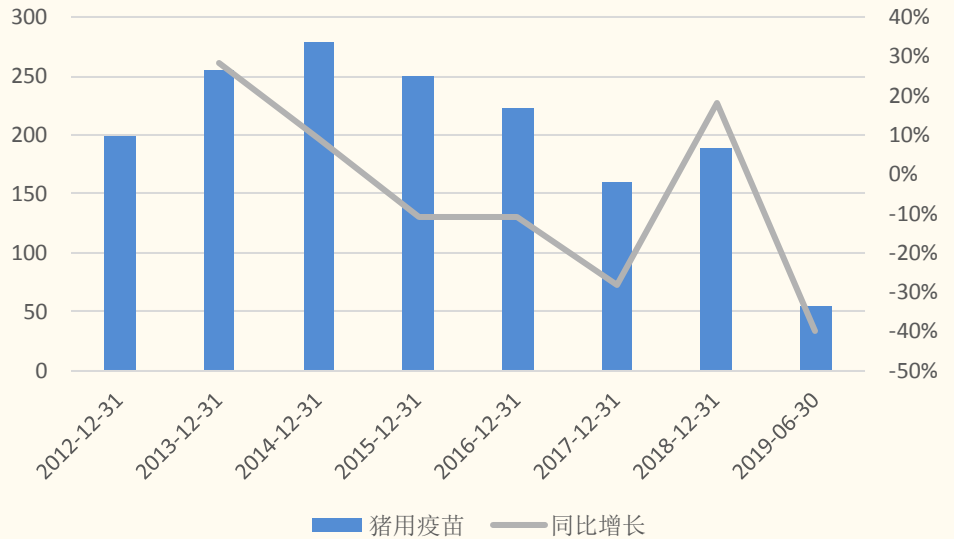


来源：公司公告、国金证券研究所

4、中长期：基因工程苗产品力领先，规模化提升实现长期发展

- 猪苗短期受疫情影响下滑，长期将受益于养殖业规模化率提升；2018 年非瘟疫情对生猪养殖业造成了较大的影响，生猪去产能化严重，导致上游疫苗产品销量下滑，1H2019 公司猪用疫苗同比下滑 40.11%；但目前政府大力支持生猪生产恢复，在补栏恢复期及生猪规模化率提升背景下，公司猪苗业务收入将有望持续增长。

图表 25：猪用疫苗收入及同比增长



来源：公司公告、国金证券研究所

- 圆环苗：国产苗快速发展，公司技术升级产品领先
- 国产苗快速发展，联苗、基因苗大势所趋；2001 年开始我国使用勃林格进口疫苗，经过十几年的时间，目前我国疫苗企业从 2010 年的 5 家公司成长为现在 39 家公司，病毒抗原含量从 105.0 TCID₅₀ 到 108.0TCID₅₀，佐剂有油佐剂、水佐剂、双相佐剂、蜂胶佐剂、纳米佐剂等，可以明显看到国产疫苗的崛起，而勃林格尽管公司营收增长，但近几年圆环苗收入增速一直较低。从临床实验审批来看，2018 年投入临床试验的猪圆环病毒 2 型疫苗新产品有 11 项，从产品类型来看，有 7 项联苗，2 项基因工程苗，联苗、基因苗大势所趋，新产品不断涌现。

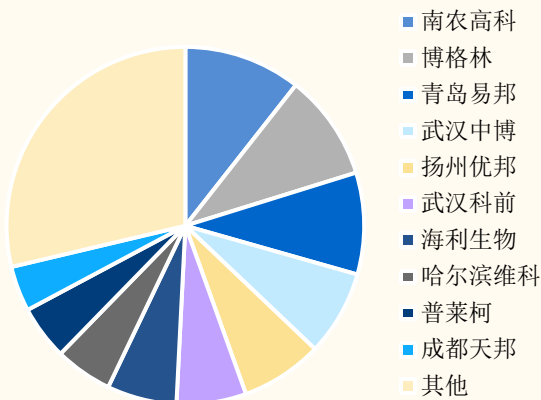
图表 26：圆环苗主要产品及生产厂家

疫苗品种	毒株	生产厂家
进口苗	猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗	生产企业为勃林格，通过中国牧工商集团代理销售
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	(1010 株) 生产企业梅里亚，通过北京协信诗华代理销售
基因工程苗	猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗	青岛易邦
	猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗	(大肠杆菌源) 普莱柯
联苗	猪圆环病毒 2 型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗	(SH 株+HN0613 株) 普莱柯
	猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌二联灭活疫苗	(SH 株+4 型 JS 株+5 型 ZJ 株) 普莱柯
	猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗	(CP08 株) 武汉中博、扬州优邦
灭活疫苗	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	(DBN-SX07 株) 东方帝维、信得威特、成都天邦、大北农、湖南中岸、辽宁益康、滨州沃华、山东华宏、山东绿都、海林格
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	(LG 株) 维科生物、哈药生物、蔚蓝生物
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	(SH 株) 北京市兽医生物、同泰生物、吉林正业、南农高科、普莱柯、乾元浩、澳兰百特
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	(SH 株, II) 南农高科、普莱柯、中牧

猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	(WH-1 株)	武汉科前
猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	(WH 株)	广东永顺、南京天邦、武汉科前、武汉中博、中牧
猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	(YZ 株)	丽原生物
猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	(ZJ/C 株)	福斯特生物、杭州佑本、华派生物、齐鲁动物、瑞普(保定)、浙江诺信威、浙江诗华诺信威

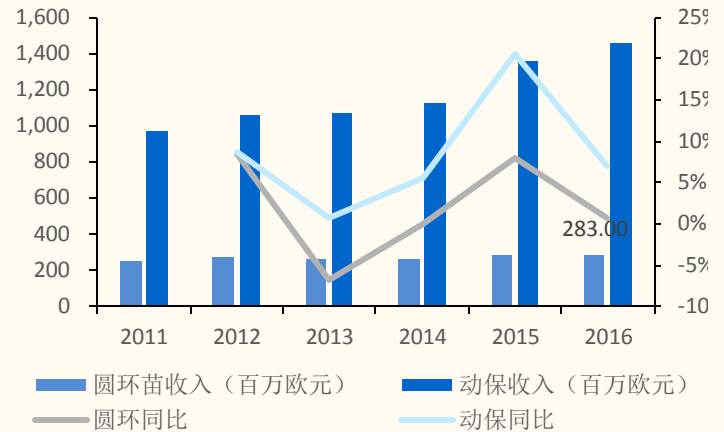
来源：中国兽药协会、国金证券研究所

图表 27：竞争格局



来源：中国动物保健、国金证券研究所

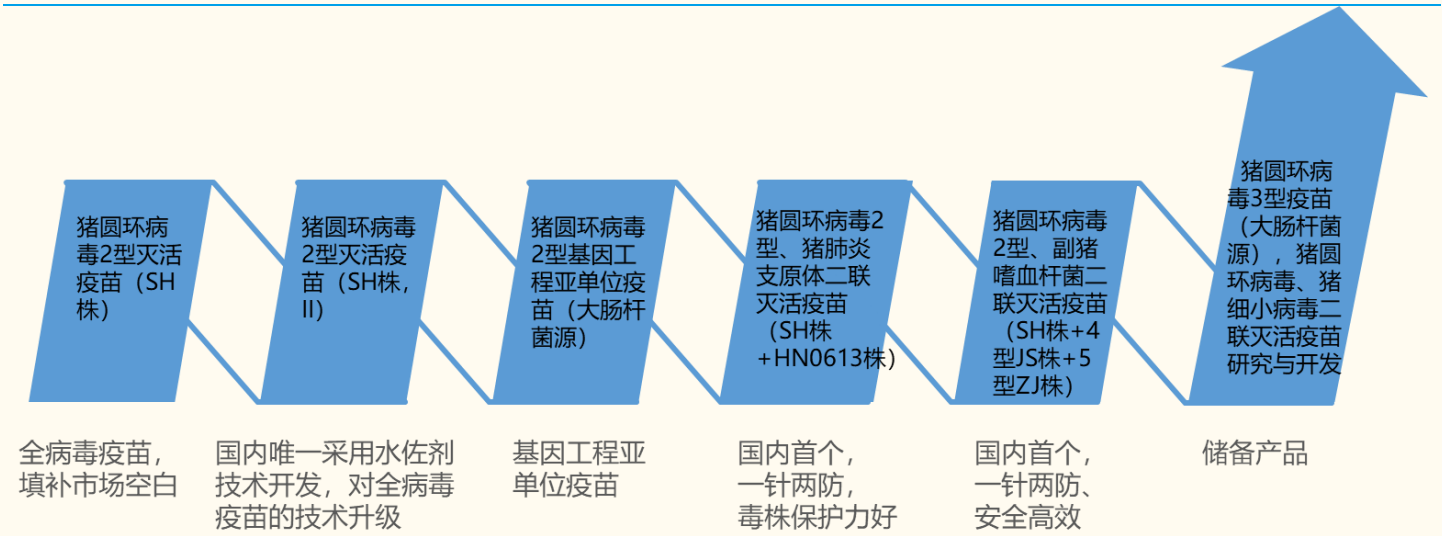
图表 28：近几年勃林格圆环苗增速较低



来源：bloomberg、国金证券研究所

- 公司研发了国内第一个猪圆环病毒 2 型灭活疫苗“圆健”，并于 2017 年进行工艺及技术升级，上市了猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（SH 株，II），是国内唯一采用水佐剂技术开发，具有免疫保护率高、副作用低以及免疫方法灵活等方面的优点，并且于去年发起了“圆环雷霆行动”进行降价策略，进一步抢占市场份额，为公司下一步新品上市扩充了渠道资源。
- 公司基因工程苗、联苗相继推出，推动产品迭代升级；2017 年公司研发了国内真正意义上的纯病毒样颗粒猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗（大肠杆菌源），采用大肠杆菌表达 Cap 蛋白生产疫苗，具有产能高、成本低、毒素含量降低等优势，2018 年猪圆环基因工程亚单位疫苗销量实现了 1162% 的增长；并且于 18、19 年公司研发了猪圆环病毒 2 型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗（SH 株+HN0613 株）和猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌二联灭活疫苗（SH 株+4 型 JS 株+5 型 ZJ 株），均是国内首个联苗，可实现一针两防、安全高效。同时公司多联苗产品储备在手，公司一系列新技术、新产品引领了国内兽药行业技术创新与产品研发方向，一直走在推动产品结构升级换代的前列。

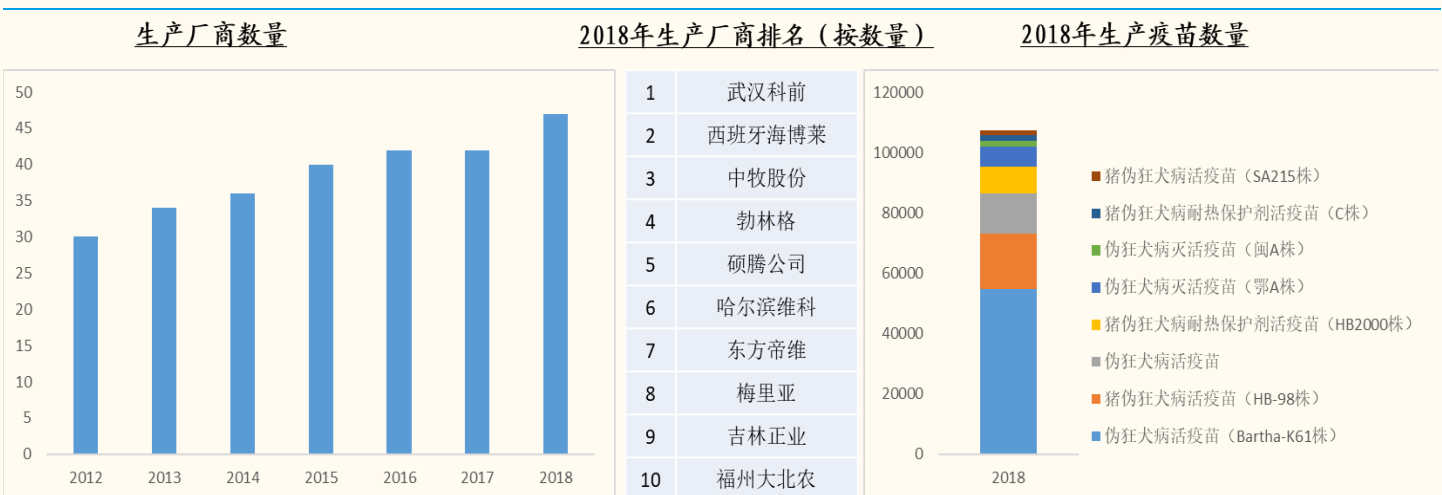
图表 29：公司圆环系列产品：从全病毒-基因工程-联苗



来源：公司公告、国金证券研究所

- 伪狂犬：新毒株疫苗上市，带来新增量
- 近两年伪狂犬毒株变异明显；我国伪狂犬疫苗生产厂商众多，但疫苗单一情况一直存在，2018年伪狂犬病活疫苗（Bartha-K61株）数量占据大半江山，而随着毒株的不断变异，疫苗保护率也在不断下降，我国也在致力于新毒株研发，随着未来新毒株疫苗的上市以及养殖规模化的发展，我国伪狂犬市场空间有望进一步扩大。
- 公司针对流行毒株研发猪伪狂犬病灭活疫苗（HN1201-ΔgE株），有望替代传统猪伪狂犬毒株疫苗产品；产品具有以下优势：
 - （1）该疫苗是国内第一个针对猪伪狂犬病流行株的灭活疫苗，可对猪伪狂犬病流行毒株和经典毒株均产生完全的保护力；
 - （2）国内第一个采用基因工程手段缺失 gE 基因的灭活疫苗，有利于猪伪狂犬病的净化和根除；
 - （3）疫苗免疫后 2 周即可产生高水平的中和抗体，且抗体持续时间在 4 个月以上，可有效阻止野毒感染及 gE 抗体转阳；
 - （4）采用进口双相复乳佐剂，安全性高且无免疫副反应。

图表 30：生产厂商众多，伪狂犬病活疫苗（Bartha-K61株）生产数量占据大半江山



来源：中国兽医药品监察所、国金证券研究所

- **口蹄疫：公司通过合资公司切入市场，产品有望在今明两年上市**
- **口蹄疫疫苗是我国最大市场的疫苗品种，也是进入壁垒最高的品种；**目前口蹄疫为我国最大的疫苗品种，也是政府强制免疫苗种，市场规模约 40 亿元；生产牌照是其核心壁垒，疫苗企业进入口蹄疫市场较难，目前我国共有 8 家生产厂商，分别为生物股份、中农威特、杨凌金海、中牧股份、天康畜牧、必威、申联生物以及中普生物。
- **口蹄疫亚洲 I 型于 18 年退出免疫，OA 二价苗有望成为主要疫苗。**2011 年后我国便无通报亚洲 I 型，故自 2018 年 7 月 1 日起全国停止销售、生产、免疫含有亚洲 I 型口蹄疫病毒组分的疫苗，对亚洲 I 型的策略调整为以“监测扑杀”为主；**猪口蹄疫 OA 二价苗于 18 年 6 月上市**，过往我国猪用口蹄疫疫苗获批的仅有 O 型疫苗、合成肽疫苗，猪口蹄疫 A 型苗一直未获批，而在 2017 年 12 月，生物股份与中农威特产品同时获批猪 OA 新兽药证书，2018 年 6 月产品获得生产文号上市。
- **公司与中牧股份合资成立中普生物进入口蹄疫市场；**公司与中牧股份合资成立中普生物，公司股权占比 46.5%，中牧股份股权占比 48.5%，并将保山生物药厂资产全部注入，公司可借助中牧股份切入口蹄疫市场，而中牧股份可借助公司研发技术进一步提升口蹄疫疫苗市场竞争力，目前中普生物拥有猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（OHM/02 株+AKT-III 株）兽药证书，预计今年四季度将上市，同时在研产品有重组口蹄疫亚单位疫苗（大肠杆菌源），将进一步推动口蹄疫疫苗由全病毒疫苗到基因工程疫苗的升级换代。

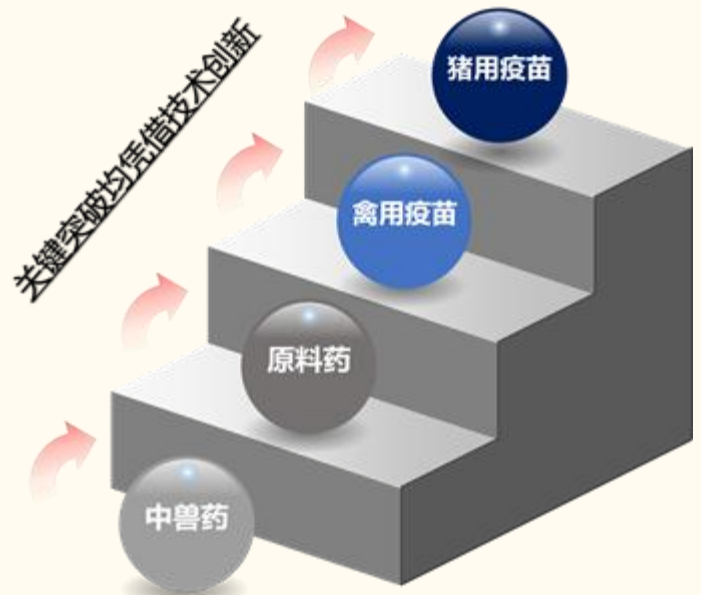
5、可持续发展：持续的研发创新是公司核心竞争力

5.1 公司为高研发投入企业，关键突破均凭借技术创新

- 公司为兽药行业少数具备独立研发能力的企业，从中兽药企业向生物制品发展，关键突破均凭借技术创新，公司拥有成熟的新一代基因工程疫苗技术，在“可溶性蛋白的表达、高纯度 Cap 蛋白获取以及病毒样颗粒组装”等三大技术难题上取得突破，标志着已经搭建了成熟的反向遗传技术，原核、真核技术表达，细胞悬浮培养和发酵技术平台、化学药物分子设计、多联多价疫苗技术（活载体平台）等技术平台，在多个技术领域形成国际先进或国内领先的技术优势。
- 从研发投入看，2018 年公司研发投入占比达 12.08%，位列行业第一，同时依托公司技术优势，在技术转让收入上每年均保持数千万收入。从研发团队看，公司引进世界动物卫生组织猪蓝耳病首席专家田克恭教授，依托国家中心的平台，拥有一支以博士硕士为主的 258 人研发团队，先后承担国家 863、科技攻关等国家、省、市重大项目 30 余项，获得新兽药注册证书 45 项，申请发明专利 450 余件，获得发明专利授权 180 余件，其中 10 项获得国际发明专利授权。

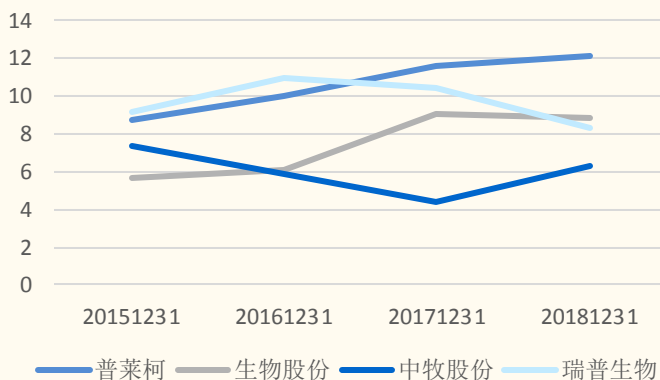
图表 31：历史关键突破均凭借技术创新

- 2019年全力支持非瘟疫苗研发。
- 2010 年研发猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（SH 株），在当时只有进口疫苗情况下，以领先的姿态涉足猪用疫苗；2017 年，自主研发猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗（大肠杆菌源）。
- 2006 年成功研制出禽流感三联、四联灭活疫苗，再次以填补市场空白的姿势，成为一家家禽疫苗生产企业。
- 2000 年，惠中掌握了化学原料合成技术，研发出盐酸沙拉沙星原料药及溶液（2.5%、5%）获得国家级二类新兽药证书，成为当时兽用原料药国内首创企业。
- 1995 年，洛阳惠中研制出防治家禽传染性支气管炎等呼吸道疾病的中药提取制剂，在兽药市场取得一席之地。

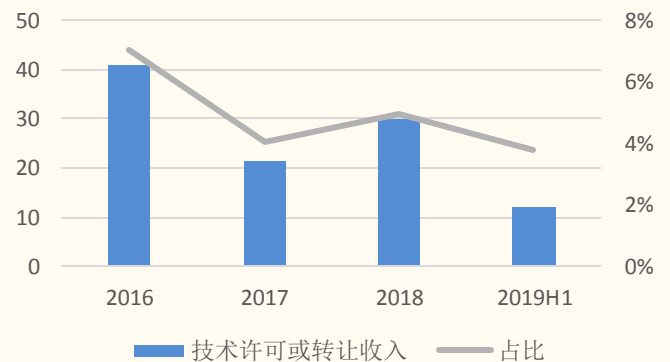


来源：公司公告、国金证券研究所

图表 32：公司研发费用占比行业领先（%）



图表 33：公司技术转让收入保持稳定（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

5.2 高研发投入铸就多产品储备

- **公司产品储备丰富且布局前瞻**，现有产品向基因工程亚单位疫苗转变，研发苗种均为市场上还没有的批准的，2019 年上半年公司取得猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗（流行株）、猪支原体肺炎灭活疫苗等 5 项新兽药证书；猪圆-副二联灭活疫苗等 4 项产品通过新兽药注册复审；鸡新（基因 VII 型）-支-流-法四联基因工程灭活疫苗等 2 项产品通过新兽药注册初审；鸡新-流（H9 亚型）腺（I 群，4 型）三联灭活疫苗等 3 项产品取得临床试验批件。

图表 34：目前在研项目

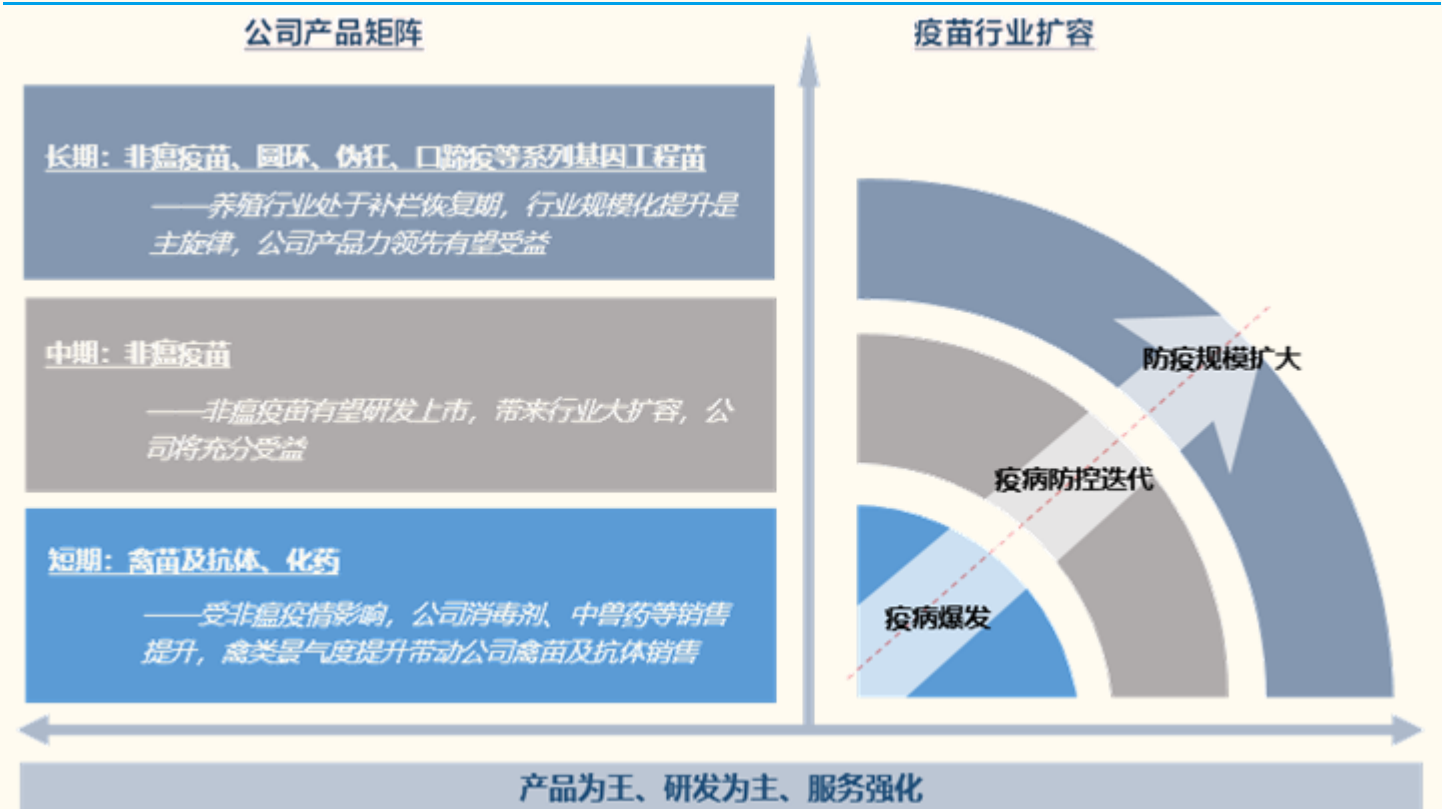
研发项目类别	研发项目	所处阶段	累计研发投入（百万元）	已申报的厂家数量	已批准的国产仿制厂家数量
圆环系列产品	重组猪圆环病毒 3 型疫苗（大肠杆菌源）研究与开发	临床前研究	11.02	0	0
	猪圆环病毒、猪细小病毒二联灭活疫苗研究与开发	临床前研究	6.27	1	0
伪狂犬系列产品	猪伪狂犬病毒基因工程亚单位疫苗（杆状病毒源）研究与开发	临床前研究	1.43	0	0
	猪伪狂犬病活疫苗（HN1201-R1 株）研究与开发	新兽药注册	2.28	12	0
	猪伪狂犬病活疫苗（NVC2013 株）研究与开发	临床前研究	3.64	12	0
口蹄疫	重组口蹄疫亚单位疫苗（大肠杆菌源）产品研究与开发	临床前研究	5.58	5	0
猪塞内卡谷病毒病	猪塞内卡谷病毒病灭活疫苗研究与开发	新兽药注册	2.88	1	0
猪支原体	猪支原体肺炎灭活疫苗（单针型 HN0613 株）研究与开发	新兽药注册	1.17	10	0
猪萎缩性鼻炎	猪萎缩性鼻炎多组分灭活疫苗研究与开发	新兽药注册	13.26	2	0
鸡新城疫（基因 VII 型）系列产品	鸡新城疫（基因 VII 型）、传染性支气管炎、禽流感（H9 亚型）三联灭活疫苗研究与开发	新兽药注册	7.17	2	0
	鸡新城疫（基因 VII 型）、禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗研究与开发	新兽药注册	2.52	2	0
	鸡新城疫（基因 VII 型）、传染性支气管炎、禽流感（H9 亚型）、传染性法氏囊病四联灭活疫苗研究与开发	新兽药注册	7.68	1	0
禽腺病毒（I 群，4 型）系列产品	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感（H9 亚型）、禽腺病毒（I 群，4 型）四联灭活疫苗（N7a 株+M41 株+SZ 株+FAV-HN 株）研究与开发	新兽药注册	2.85	1	0
	鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）、禽腺病毒（I 群，4 型）三联灭活疫苗（N7a 株+SZ 株+Fiber 蛋白）研究与开发	临床前研究	2.72	0	0
	鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）、禽腺病毒（I 群，4 型）三联灭活疫苗（N7a 株+SZ 株+FAV-HN 株）研究与开发	临床前研究	1.76	0	0
	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感（H9 亚型）、禽腺病毒（I 群，4 型）四联灭活疫苗（N7a 株+M41 株+SZ 株+Fiber 蛋白）研究与开发	临床试验	1.32	1	0
鸡传染性鼻炎系列产品	鸡传染性鼻炎二价灭活疫苗（A 型+C 型）研究与开发	新兽药注册	1.95	3	0
	鸡传染性鼻炎三价灭活疫苗（A 型+B 型+C 型）研究与开发	新兽药注册	0.61	3	0
兔病毒性出血症系列产品	兔病毒性出血症基因工程亚单位疫苗（杆状病毒源）研究与开发	新兽药注册	0.95	4	0
	兔病毒性出血症基因工程亚单位疫苗（杆状病毒源）兔三联疫苗研究与开发	新兽药注册	2.15	1	0
水貂病毒性肠炎	水貂病毒性肠炎基因工程亚单位疫苗（杆状病毒源）研究与开发	新兽药注册阶段	0.71	2	0
狂犬病	狂犬病灭活疫苗（VNUKOVO-32/37）	新兽药注册阶段	4.20	6	0

来源：公司公告、国金证券研究所

5.3 公司全力支持非瘟疫苗研发

- 公司凭借其先进的基因工程疫苗研发技术平台全力支持非瘟疫苗研发；目前公司与哈兽研、洛阳普泰生物等单位联合承担了洛阳市科技重大专项《非洲猪瘟综合防控关键技术研究》项目，开展非洲猪瘟亚单位疫苗、腺病毒等活载体基因工程疫苗、分子诊断和系列酶免诊断试剂盒等产品研发。目前该重大专项已取得一批阶段性研究成果：
- 1) 在非洲猪瘟诊断技术研究方面已成功研制出非洲猪瘟抗体酶免试剂盒，协同支持哈尔滨兽医研究所非洲猪瘟疫苗研发，应用于双基因缺失弱毒活疫苗免疫效果评价、质量标准研究；
- 2) 围绕非洲猪瘟亚单位疫苗、系列活载体基因工程疫苗的研发，已经成功构建了数十种非洲猪瘟病毒结构蛋白和一批针对这些蛋白的单克隆抗体，为非洲猪瘟基因工程疫苗开发奠定了良好基础。
- 从行业角度看，疫苗行业扩容短期来自于疫病爆发、中长期来自于疫病防控迭代及防疫需求的扩大，目前非瘟疫情的爆发对整个养殖业造成较大影响，公司凭借其研发优势有望扩宽产品矩阵：国家全力支持非瘟疫苗研发，目前哈兽研对于中间试制的产品已经基本完成安全性和有效性检验，已向农业农村部提出生物安全评价申请，公司与哈兽研紧密合作，全力支持疫苗研发，若非瘟疫苗新苗种研发上市，将给疫苗行业带来较大新增量，公司也有望成为生产企业。其次非瘟疫情带动下游养殖行业规模化率快速提升，从而带动各苗种渗透率提升，公司掌握成熟的基因工程苗技术，产品力领先有望充分受益。

图表 35：产品矩阵有望拓宽



来源：公司公告、国金证券研究所

6、盈利预测及投资建议

6.1 营收拆分

- 公司主要业务为兽用疫苗及化药产品，由于非瘟疫情的影响，短期内公司禽用疫苗及化药板块得到较快的增长，畜用疫苗业务由于下游需求萎靡出

现下降，但随着生猪行业恢复及规模化率的提升，公司基因工程产品力领先，畜用疫苗业务将实现增长：

- **禽类疫苗：**受益于禽行业景气度延长，公司今年禽类疫苗及抗体业务实现较快增长，其中主要苗种新-支-流-法四联基因工程疫苗、新-支-流基因工程三联疫苗处于推广高峰期，销量有望超预期，给予 2019/2020/2021 年收入分别为 3.15/3.62/3.98 亿元。
- **化药业务：**受益于非瘟疫情对消毒剂需求的增加，公司化药板块实现较快增长，公司主要产品为消毒剂和兽药，故给予 2019/2020/2021 年收入分别为 2.17/2.60/3.12 亿元。
- **畜类疫苗：**受到非瘟疫情影响，生猪去产能化严重，同时由于公司经销收入占比较大，2018 年占比为 54%，公司圆健产品销量下滑严重，故给予 2019/2020/2021 年收入分别为 0.78/0.94/1.12 亿元，同时公司工程疫苗、联苗产品储备较多，故给予 2019/2020/2021 年毛利率分别为 85%/85%/84%。

图表 36：公司业务营收拆分(百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
禽用疫苗及抗体						
收入	176.87	183.07	214.18	315.00	362.25	398.48
成本	79.24	73.8	88.7	126.00	137.66	151.42
毛利	97.63	109.27	125.48	189.00	224.60	247.05
毛利率(%)	55.20%	59.69%	58.59%	60.00%	62.00%	62.00%
猪用疫苗						
收入	222.81	159.91	189.00	78.35	94.02	112.82
成本	38.67	32.13	35.63	11.75	14.10	18.05
毛利	184.13	127.78	153.38	66.59	79.92	94.77
毛利率(%)	82.64%	79.91%	81.15%	85%	85%	84%
化药						
收入	141.18	160.91	166.65	216.65	260.41	312.49
成本	49.16	58.49	71.13	80.16	96.35	115.62
毛利	92.01	102.42	95.52	136.49	164.06	196.87
毛利率(%)	65.15%	63.65%	57.32%	63.00%	63.00%	63.00%
技术许可或转让收入						
收入	40.88	21.45	30.11	30.00	30.00	30.00
成本						
毛利				30.00	30.00	30.00
毛利率(%)		100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他业务						
收入	1.37	4.55	8.12	8.00	8.00	8.00
成本	0.24	3.41	4.77	4.80	4.80	4.80
毛利	1.13	1.14	3.34	3.20	3.20	3.20
毛利率(%)	82.47%	25.05%	41.18%	40.00%	40.00%	40.00%
总计						
收入	583.11	529.89	608.06	647.995	754.68	861.79
成本	167.31	167.83	200.23	222.71	252.91	289.89
毛利	415.80	362.06	407.83	425.284	501.77	571.89
毛利率(%)	71.31%	68.33%	67.07%	65.63%	66.49%	66.36%

来源：公司公告、国金证券研究所

6.2 投资建议

- 公司高研发投入+多产品布局，今明两年受益于禽苗级化药板块的快速增长，中长期将持续受益于畜用疫苗高研发转化，我们持续看好公司未来发展，2019-2021 年归母净利润分别为 1.45/1.74/1.96 亿元，EPS 分别为 0.45/0.54/0.61 元/股，给予目标价 21.66 元，对应 2020 年为 40 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 37：相关公司估值情况

公司名称	代码	收盘价	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
中牧股份	600195	14.34	0.48	0.55	0.66	30	26	22
普莱柯	603566	18.83	0.45	0.54	0.61	42	35	31
生物股份	600201	18.37	0.47	0.61	0.79	39	30	23
瑞普生物	300119	13.17	0.49	0.62	0.76	27	21	17
行业平均						34	28	23

来源：wind、国金证券研究所

7、风险提示

- **下游养殖行业波动：**公司产品下游需求为养殖行业，而畜牧养殖业受市场供求关系等因素会出现周期性景气状态波动，对兽药行业带来影响，从而对公司业绩造成影响；
- **疫病风险：**一方面重大疫情的出现将会对畜牧养殖业带来较大的经济损失，从而对公司产品销售造成影响；另一方面若疫情出现时，无法把握产品技术趋势，则对公司市场份额造成影响；
- **新品销售不及预期及市场竞争加剧风险：**目前国内兽药厂商技术、工艺、生产水平均在不断提高，国际知名品牌逐渐进军国内市场，兽药行业的竞争程度将进一步加大。尽管公司在技术、产品研发和储备上不断加大投入并且高度重视质量控制管理，但如果公司不能持续为客户提供高质量的产品，则公司存在因市场竞争而导致经营业绩波动的风险；
- **政府招标采购政策变动的风险：**我国动保行业是政府管控行业，一些苗种政府采用强制免疫招标政策，但未来不排除政府采购政策变化的可能性，未来如果国家政府采购政策发生变化，可能会导致公司的政府招标采购业务收入下降，对公司业绩产生影响；
- **人才流失风险：**公司创新能力的不断提高依赖于具有较高技术素养研发团队的稳定，如果公司在发展过程中出现核心技术人员的流失，将对公司后续科技创新带来负面影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	583	530	608	648	755	862	货币资金	429	263	451	445	468	507
增长率		-9.1%	14.8%	6.6%	16.5%	14.2%	应收账款	118	115	149	153	172	190
主营业务成本	-167	-168	-200	-223	-253	-290	存货	62	71	97	98	109	122
%销售收入	28.7%	31.7%	32.9%	34.4%	33.5%	33.6%	其他流动资产	517	703	305	303	304	304
毛利	416	362	408	425	502	572	流动资产	1,125	1,152	1,003	999	1,052	1,123
%销售收入	71.3%	68.3%	67.1%	65.6%	66.5%	66.4%	%总资产	64.8%	63.8%	52.7%	51.4%	51.8%	52.7%
营业税金及附加	-6	-9	-9	-10	-11	-13	长期投资	42	59	290	300	310	320
%销售收入	1.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	334	369	367	373	378	380
销售费用	-131	-143	-147	-152	-174	-198	%总资产	19.2%	20.5%	19.3%	19.2%	18.6%	17.9%
%销售收入	22.5%	27.0%	24.2%	23.5%	23.0%	23.0%	无形资产	215	208	220	235	251	266
管理费用	-114	-130	-63	-58	-68	-78	非流动资产	612	653	900	947	977	1,007
%销售收入	19.6%	24.6%	10.3%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	35.2%	36.2%	47.3%	48.6%	48.2%	47.3%
研发费用	0	0	-73	-91	-107	-124	资产总计	1,737	1,805	1,903	1,946	2,030	2,130
%销售收入	0.0%	0.0%	12.1%	14.0%	14.2%	14.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	164	80	116	114	142	159	应付款项	201	178	200	201	223	248
%销售收入	28.1%	15.1%	19.0%	17.6%	18.8%	18.5%	其他流动负债	23	29	37	41	48	56
财务费用	4	4	5	9	9	10	流动负债	224	207	238	242	271	304
%销售收入	-0.7%	-0.7%	-0.9%	-1.4%	-1.3%	-1.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-2	-10	-11	-11	-12	其他长期负债	32	30	30	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	256	236	268	272	302	334
投资收益	16	18	19	20	23	26	普通股股东权益	1,481	1,569	1,636	1,674	1,728	1,795
%税前利润	7.2%	13.6%	12.2%	12.3%	11.8%	11.9%	其中：股本	324	324	324	322	322	322
营业利润	183	108	137	143	173	194	未分配利润	653	692	751	789	844	912
营业利润率	31.4%	20.4%	22.5%	22.1%	23.0%	22.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	38	25	16	20	22	25	负债股东权益合计	1,737	1,805	1,903	1,946	2,030	2,130
税前利润	221	133	153	163	195	219	比率分析						
利润率	37.9%	25.2%	25.2%	25.2%	25.9%	25.4%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-33	-19	-18	-18	-21	-23	每股指标						
所得税率	14.9%	14.4%	11.5%	11.3%	11.0%	10.3%	每股收益	0.581	0.353	0.419	0.450	0.541	0.610
净利润	188	114	136	145	174	196	每股净资产	4.574	4.846	5.052	5.207	5.375	5.585
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.782	0.435	0.390	0.443	0.527	0.581
归属于母公司的净利润	188	114	136	145	174	196	每股股利	0.200	0.200	0.300	0.330	0.370	0.400
净利率	32.2%	21.5%	22.3%	22.3%	23.0%	22.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.69%	7.28%	8.29%	8.64%	10.06%	10.92%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	10.82%	6.33%	7.13%	7.43%	8.57%	9.20%
净利润	188	114	136	145	174	196	投入资本收益率	9.43%	4.36%	6.26%	6.05%	7.30%	7.94%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	35	39	52	49	51	54	主营业务收入增长率	21.95%	-9.12%	14.75%	6.57%	16.46%	14.19%
非经营收益	-16	-19	-18	-42	-45	-52	EBIT 增长率	12.38%	-51.35%	44.98%	-1.20%	24.10%	12.21%
营运资金变动	47	6	-44	-10	-11	-11	净利润增长率	32.64%	-39.26%	18.77%	6.63%	20.23%	12.76%
经营活动现金净流	253	141	126	143	169	187	总资产增长率	15.50%	3.93%	5.43%	2.25%	4.31%	4.93%
资本开支	-73	-59	-54	-53	-39	-36	资产管理能力						
投资	-151	-204	165	-10	-10	-10	应收账款周转天数	66.4	72.8	74.8	85.0	85.0	85.0
其他	17	23	29	20	23	26	存货周转天数	133.1	144.3	152.8	165.0	165.0	165.0
投资活动现金净流	-208	-241	140	-43	-26	-20	应付账款周转天数	54.1	61.8	65.2	70.0	70.0	70.0
股权募资	46	0	0	0	-1	0	固定资产周转天数	165.0	236.3	211.0	189.9	155.6	128.9
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-50	-65	-79	-106	-119	-129	净负债/股东权益	-28.94%	-16.79%	-27.60%	-26.58%	-27.11%	-28.21%
筹资活动现金净流	-4	-65	-79	-106	-120	-129	EBIT 利息保障倍数	-38.1	-21.5	-21.2	-12.3	-15.0	-15.8
现金净流量	41	-164	188	-6	23	38	资产负债率	14.73%	13.09%	14.06%	13.97%	14.87%	15.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	6	7	14
增持	0	1	3	3	3
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.50	1.45	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH