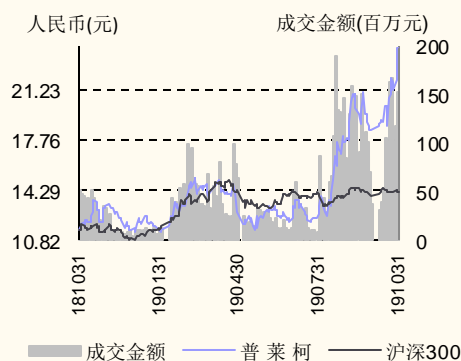


市场价格 (人民币): 24.27 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.21
已上市流通 A 股(亿股)	3.21
总市值(亿元)	78.03
年内股价最高最低(元)	24.27/18.45
沪深 300 指数	3887
上证指数	2929



## 相关报告

- 1.《禽苗有望延续高增长，看好研发创新型企业-普莱柯三季报点评》，2019.10.29
- 2.《研发创新型企业，高研发投入铸就多产品转化-普莱柯覆盖报告》，2019.10.10

沈嘉妍 联系人  
shenjiayan@gjzq.com.cn

袁维 分析师 SAC 执业编号: S113051808000:  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 禽类疫苗再下一城，研发推动产品升级

## 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	53.96	44.88	39.80
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

## 事件

- 10月31日，公司公告成功拍得乾元浩持有的南京梅里亚50%股权，拟受让中海生物自法国梅里亚处取得的南京梅里亚50%股权，公司将持有南京梅里亚100%股权，同时更名为“普莱柯(南京)生物技术有限公司”。

## 经营分析

- 在禽行业高景气度背景下，公司将切入最大禽苗产品禽流感(H5+H7)疫苗市场；公司此次收购的南京梅里亚公司拥有高致病性禽流感(H5+H7)疫苗产品的生产资质，将协同公司丰富产品结构；高致病性禽流感(H5+H7)疫苗是市场规模最大的单一品类，2019年政府强免政策将高致病性禽流感二价灭活疫苗变更为三价灭活疫苗，根据今年招标采购价格来看，新型疫苗价格均有所提升，也将带来禽流感疫苗市场的大幅扩容；在目前禽行业高景气周期下，禽苗市场迎来量价齐升，公司将充分受益。
- 高研发投入铸就多产品转化，公司将致力于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；公司是兽药行业少数具备独立研发能力的企业，2019年上半年公司研发投入占比达14.21%，位列行业第一；目前根据国家兽药基础数据库，禽流感三价苗共有11家生产企业，均为灭活疫苗，公司将会利用其新一代基因工程疫苗技术，将禽流感疫苗升级换代为基因工程疫苗，充分发挥技术优势，保持在禽用市场疫苗方向的领先地位。
- 拥有畜类禽类疫苗中市场规模最大单品种苗，实现全产业链布局；禽苗市场规模最大的单一品种为高致病性禽流感(H5+H7)疫苗，畜苗市场规模最大的单一品种为口蹄疫疫苗，近两年公司厚积薄发，逐步攻克了行业中两大苗种，猪伪狂犬gE基因缺失灭活疫苗等也有待上市，同时公司凭借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进一步扩宽产品矩阵。

## 投资建议

- 公司高研发投入+多产品布局，持续看好公司未来研发落实业绩，在不计入目前未上市产品的前提下，给予公司2019-2021年EPS分别为0.45/0.54/0.61元/股，对应PE为53/44/39倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 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、并购整合风险、人才流失风险。

图表 1: 强免政策推动产品升级变革

强制免疫计划	免疫动物种类和区域
《2019 年国家动物疫病强制免疫计划》	<b>2019 年 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；</b> 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
《2018 年国家动物疫病强制免疫计划》	<b>2018 年新增 H7 亚型高致病性禽流感免疫；</b> 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
《2017 年国家动物疫病强制免疫计划》	<b>H5 亚型高致病性禽流感免疫；</b> 对所有鸡、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

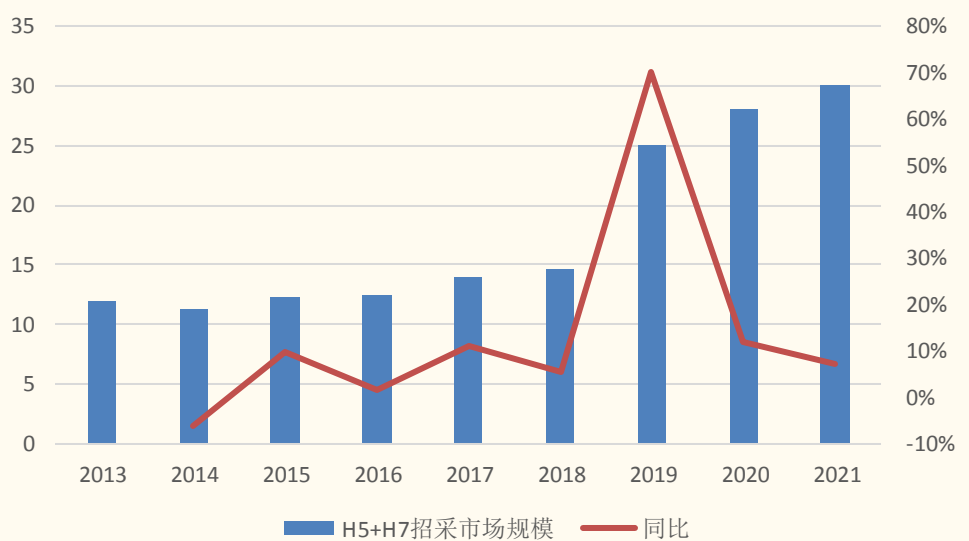
来源：农村农业部、国金证券研究所

图表 2: 2019 年重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗

疫苗毒株	企业	批准文号
重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	广东永顺生物制药股份有限公司	兽药临字 190592319
	哈尔滨维科生物技术开发公司	兽药生字 080012319
	哈药集团生物疫苗有限公司	兽药临字 080072319
	辽宁益康生物股份有限公司	兽药临字 060132319
	乾元浩生物股份有限公司郑州生物药厂	兽药临字 160132319
	青岛易邦生物工程有限公司	兽药临字 150132319
	山东信得动物疫苗有限公司	兽药临字 153122317
	肇庆大华农生物药品有限公司	兽药临字 190022319
	南京梅里亚动物保健有限公司	兽药临字 100142319
重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N2 rSD57 株+rFJ56 株, H7N9 rGD76 株)	广州市华南农大生物药品有限公司	兽药生字 190912321
重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (细胞源, H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	吉林冠界生物技术有限公司	兽药生字 070372317
	山东信得动物疫苗有限公司	兽药临字 153122317

来源：中国兽药监察部、国金证券研究所

图表 3: 禽流感 H5+H7 市场空间 (亿元)



来源：中国兽药协会、国金证券研究所

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	<b>资产总计</b>	<b>1,737</b>	<b>1,805</b>	<b>1,903</b>	<b>1,946</b>	<b>2,030</b>	<b>2,130</b>
%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	<b>负债</b>	<b>256</b>	<b>236</b>	<b>268</b>	<b>272</b>	<b>302</b>	<b>334</b>
投资收益	16	18	19	20	23	26	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,481</b>	<b>1,569</b>	<b>1,636</b>	<b>1,674</b>	<b>1,728</b>	<b>1,795</b>
%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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,737</b>	<b>1,805</b>	<b>1,903</b>	<b>1,946</b>	<b>2,030</b>	<b>2,130</b>
税前利润	221	133	153	163	195	219							
利润率	37.9%	25.2%	25.2%	25.2%	25.9%	25.4%							
所得税	-33	-19	-18	-18	-21	-23							
所得税率	14.9%	14.4%	11.5%	11.3%	11.0%	10.3%							
净利润	188	114	136	145	174	196							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	188	114	136	145	174	196							
净利率	32.2%	21.5%	22.3%	22.3%	23.0%	22.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	188	114	136	145	174	196	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.581	0.353	0.419	0.450	0.541	0.610
非现金支出	35	39	52	49	51	54	每股净资产	4.574	4.846	5.052	5.207	5.375	5.585
非经营收益	-16	-19	-18	-42	-45	-52	每股经营现金净流	0.782	0.435	0.390	0.443	0.527	0.581
营运资金变动	47	6	-44	-10	-11	-11	每股股利	0.200	0.200	0.300	0.330	0.370	0.400
<b>经营活动现金净流</b>	<b>253</b>	<b>141</b>	<b>126</b>	<b>143</b>	<b>169</b>	<b>187</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-73	-59	-54	-53	-39	-36	净资产收益率	12.69%	7.28%	8.29%	8.64%	10.06%	10.92%
投资	-151	-204	165	-10	-10	-10	总资产收益率	10.82%	6.33%	7.13%	7.43%	8.57%	9.20%
其他	17	23	29	20	23	26	投入资本收益率	9.43%	4.36%	6.26%	6.05%	7.30%	7.94%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-208</b>	<b>-241</b>	<b>140</b>	<b>-43</b>	<b>-26</b>	<b>-20</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	46	0	0	0	-1	0	主营业务收入增长率	21.95%	-9.12%	14.75%	6.57%	16.46%	14.19%
债权募资	0	0	0	0	0	0	EBIT增长率	12.38%	-51.35%	44.98%	-1.20%	24.10%	12.21%
其他	-50	-65	-79	-106	-119	-129	净利润增长率	32.64%	-39.26%	18.77%	6.63%	20.23%	12.76%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-4</b>	<b>-65</b>	<b>-79</b>	<b>-106</b>	<b>-120</b>	<b>-129</b>	总资产增长率	15.50%	3.93%	5.43%	2.25%	4.31%	4.93%
<b>现金净流量</b>	<b>41</b>	<b>-164</b>	<b>188</b>	<b>-6</b>	<b>23</b>	<b>38</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	66.4	72.8	74.8	85.0	85.0	85.0
							存货周转天数	133.1	144.3	152.8	165.0	165.0	165.0
							应付账款周转天数	54.1	61.8	65.2	70.0	70.0	70.0
							固定资产周转天数	165.0	236.3	211.0	189.9	155.6	128.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-28.94%	-16.79%	-27.60%	-26.58%	-27.11%	-28.21%
							EBIT利息保障倍数	-38.1	-21.5	-21.2	-12.3	-15.0	-15.8
							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	7	9	11	15	21
增持	2	2	4	5	5
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.22	1.18	1.27	1.33	1.38

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-10	买入	18.83	21.66~21.66
2	2019-10-29	买入	21.88	N/A

来源：国金证券研究所



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