

普莱柯 (603566.SH)

国内领先的创新型动保企业，研发优势铸就长期价值

2020年04月15日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈雪丽 (分析师)

关雪 (联系人)

chenxueli@kysec.cn

guanxue@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

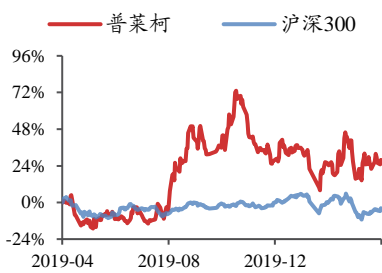
证书编号: S0790120030042

日期	2020/4/14
当前股价(元)	17.93
一年最高最低(元)	25.30/11.33
总市值(亿元)	57.64
流通市值(亿元)	57.64
总股本(亿股)	3.21
流通股本(亿股)	3.21
近3个月换手率(%)	94.89

国内领先的创新型动保企业，2020年迎来业绩拐点，首次覆盖，给予“买入”评级

公司是我国研发领先的动保企业，业务涉及畜禽疫苗及化药，过往来看，公司凭借自身领先的技术研发体系不断进行品类扩张实现增长。2019年受非洲猪瘟疫情影响，公司猪用疫苗业务拖累整体业绩。展望未来我们认为，一方面，随着行业存栏恢复猪用疫苗业绩将迎来反转，预计1-2年内恢复至非瘟前的水平；另一方面，禽苗及化药业务受益下游高景气度，未来有望保持高增长。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.03/1.54/1.99亿元，对应EPS为0.32/0.48/0.62元，当前股价对应PE为56/37/29倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

核心竞争力分析: 研发铸就强大产品力

公司为基因工程领域领先的动保企业，优势产品为畜禽领域的高端的基因工程苗及联苗，符合产业升级趋势。同时，公司在研储备充分，奠定长期发展基础。目前在研项目前瞻性地围绕新一代基因工程及多联多价疫苗来进行，布局了包括圆环、伪狂犬、口蹄疫等猪用疾病和鸡新城疫等禽用疾病防控项目。

猪用疫苗业务: 短期业绩拐点将至，长期空间广阔

虽然公司2019年受非瘟影响业绩承压，但我们认为，短期来看随着规模场的快速扩张公司猪疫苗业绩有望在1-2年内恢复至此前高点，长期来看养殖规模化提速将打开公司成长空间，非瘟等新疾病疫苗的推出也将带来行业的扩容。

禽用疫苗及化药业务: 高景气下保持高增速

公司在禽苗细分领域具备技术领先优势，2019年通过收购南京梅里亚切入高致病性禽流感领域，有望在大单品领域实现突破。向前看，我们认为：一方面，从供给端来看，近年我国祖代鸡引种量较少；从需求端来看，高猪价下禽类替代性效应明显，预计未来禽产业链高景气度仍将持续，公司禽苗业务将保持较高增速；另一方面，非瘟疫情拉动消毒剂等需求，公司化药业务未来增速可期。

风险提示: 畜禽养殖不景气、行业竞争加剧、新品放量不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	530	608	633	780	968
YOY(%)	-9.1	14.8	4.1	23.3	24.0
净利润(百万元)	114	136	103	154	199
YOY(%)	-39.3	18.8	-23.7	48.9	29.0
毛利率(%)	68.3	67.1	63.3	63.4	63.3
净利率(%)	21.5	22.3	16.3	19.7	20.5
ROE(%)	7.3	8.3	6.3	9.0	10.8
EPS(摊薄/元)	0.36	0.42	0.32	0.48	0.62
P/E(倍)	50.5	42.5	55.7	37.4	29.0
P/B(倍)	3.7	3.5	3.5	3.4	3.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 国内领先的创新型动保企业，研发铸就强大产品力.....	4
1.1、 公司主营业务为畜禽疫苗的生产，2019 年猪用疫苗业绩承压.....	4
1.2、 产品力：研发技术领先，畜禽疫苗产品线丰富.....	6
1.2.1、 公司注重研发创新投入，基因工程技术领先行业.....	6
1.2.2、 公司核心产品为基因工程苗及联苗.....	8
1.3、 渠道力：营销结构持续优化.....	12
2、 猪用疫苗业务：短期业绩拐点将至，长期空间广阔.....	14
2.1、 规模场补栏渐起，公司猪疫苗业务业绩拐点将至.....	14
2.2、 猪疫苗行业拥有较大扩容空间.....	16
2.2.1、 行业加速增长，口蹄疫为第一大单品.....	16
2.2.2、 政策推动+养殖规模化提速，行业加速扩容.....	17
2.2.3、 非洲猪瘟疫苗带来行业强扩容.....	19
3、 禽用疫苗及化药业务：高景气下保持较高增速.....	20
4、 盈利预测与投资建议.....	23
4.1、 关键假设.....	23
4.2、 盈利预测与估值.....	23
5、 风险提示.....	24
附： 财务预测摘要.....	25

图表目录

图 1： 公司股权及业务结构——张许科为实控人，拥有 5 家全资子公司及 4 家参股公司.....	4
图 2： 公司历年营收结构——以畜禽疫苗为主.....	5
图 3： 公司历年毛利结构——以畜禽疫苗为主.....	5
图 4： 公司历年营业收入稳步增长.....	5
图 5： 公司 2019 年归母净利润承压.....	5
图 6： 2019 年前三季度公司猪疫苗营收大幅下滑.....	6
图 7： 2019 年前三季度公司禽苗及化药营收增速较高.....	6
图 8： 分业务毛利率——猪用疫苗毛利率较高.....	6
图 9： 公司期间费用率相对较稳定.....	6
图 10： 公司研发工艺不断升级.....	7
图 11： 公司研发支出占比领先行业.....	7
图 12： 公司研发人员数量稳步扩张.....	7
图 13： 公司已授权专利数位居行业领先水平.....	8
图 14： 公司每年专利授权/申请数较多.....	8
图 15： 2012 年至今公司基因工程领域临床批件数领先.....	8
图 16： 2012 年至今公司基因工程领域新兽药注册数领先.....	8
图 17： 核心产品推出带动公司增长.....	9
图 18： 中普生物为公司与中牧股份合资公司，其中公司持股比例 46.5%.....	12
图 19： 公司经销和直销渠道收入快速增长.....	13
图 20： 公司经销和直销收入占比持续提升.....	13
图 21： 公司销售人员数稳步增长.....	13
图 22： 非瘟疫情整体趋于稳定（截至 2020 年 4 月 13 日）.....	14

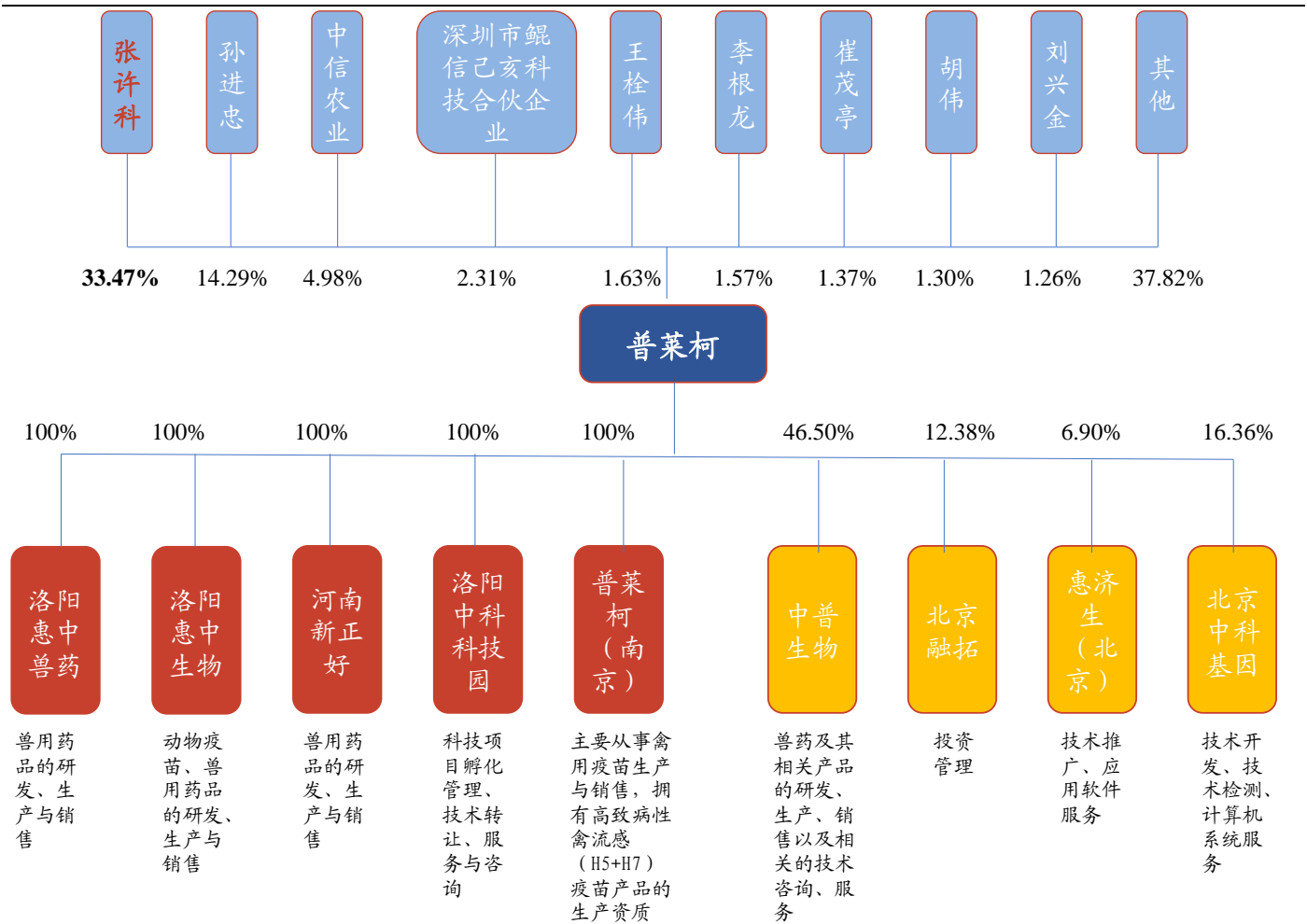
图 23: 能繁母猪存栏已连续 5 个月环比恢复.....	14
图 24: 牧原股份 2019 年头均药苗成本下滑.....	15
图 25: 公司 2018 年起降低圆环苗价格保份额.....	15
图 26: 公司存货/总资产于 2019Q3 改善.....	16
图 27: 公司存货于 2019Q3 出现改善.....	16
图 28: 公司应收账款/总资产于 2019Q3 改善.....	16
图 29: 公司应收账款于 2019Q3 明显改善.....	16
图 30: 猪疫苗行业截止 2017 年市场规模为 53 亿元.....	17
图 31: 产品格局——口蹄疫为第一大单品，圆环次之.....	17
图 32: 城镇化带来外出务工工资水平提升.....	18
图 33: 过往周期规模场出栏量占比逐步提升.....	18
图 34: 规模企业防疫开支高于散户.....	19
图 35: 2018 年养殖集团头均苗药成本较高.....	19
图 36: 我国禽苗行业稳步增长.....	20
图 37: 南京梅里亚营收体量约 3000 万元.....	21
图 38: 近年我国祖代白羽肉鸡引种量偏少.....	21
图 39: 近年我国祖代蛋种鸡引种量偏少.....	21
图 40: 当前禽产业链景气度较高.....	22
图 41: 2018 年以来，公司化药业务收入增速较快.....	22
表 1: 相比传统疫苗，动物基因工程疫苗纯度和产量更高，同时更适用于联苗研发.....	8
表 2: 公司产品矩阵——目前圆环、伪狂犬、禽苗领域的基因工程苗及联苗为优势产品.....	9
表 3: 公司疫苗产品销量——2017 年上市的新产品凭借领先的技术工艺实现快速放量.....	10
表 4: 公司在研项目储备充分.....	10
表 5: 中普生物已获 6 种口蹄疫疫苗生产批文.....	12
表 6: 公司有三类产品渠道.....	12
表 7: 公司禽苗板块推出的“434”系列免疫方案能有效为养殖户减负.....	13
表 8: 商品猪标准免疫程序.....	17
表 9: 推动“市场化”的相关政策梳理.....	18
表 10: 非洲猪瘟疫苗研发已进入临床试验阶段.....	19
表 11: 非洲猪瘟疫苗给行业带来大幅扩容空间.....	20
表 12: 公司禽苗在相关细分领域具备领先优势.....	20
表 13: 公司化药业务销量——2018 年起消毒剂增速较高.....	22
表 14: 可比公司估值：受非瘟疫情影响 2019 年业绩下滑，当前估值相对较高.....	24

1、国内领先的创新型动保企业，研发铸就强大产品力

1.1、公司主营业务为畜禽疫苗的生产，2019 年猪用疫苗业绩承压

公司为我国领先的创新型动保企业，实际控制人为张许科先生。公司地处河南洛阳，于 2002 年成立，前身为 1995 年成立的惠中兽药，2003 年兽用灭活疫苗 GMP 生产基地建成，2007 年获批成为农业农村部高致病性猪蓝耳病疫苗首批定点生产企业，2015 年在上交所上市。公司实际控制人、董事长为张许科先生，持股 33.47%。目前公司拥有 5 家全资子公司，4 家参股公司及 3 大国家级研发平台。

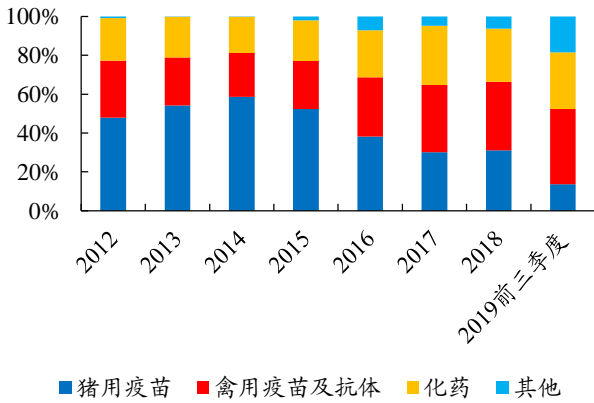
图1：公司股权及业务结构——张许科为实控人，拥有 5 家全资子公司及 4 家参股公司



资料来源：Wind、开源证券研究所

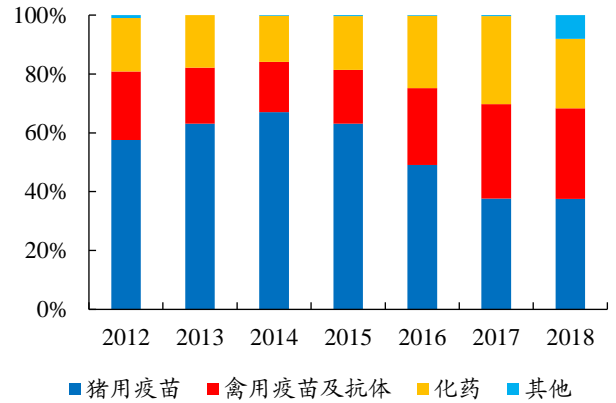
公司主营业务为禽用疫苗、猪用疫苗及化药的生产与销售。从公司营业收入结构来看：2019 年前三季度，禽用疫苗及抗体收入占营业收入 45%，猪用疫苗收入占营业收入 16%，化药收入占营业收入 34%；从公司毛利结构来看：2018 年，猪用疫苗占比 38%，禽苗及抗体占比 31%，化药占比 24%，2019 年随着猪用疫苗收入下滑，禽苗及抗体、化药的收入增长，预计猪用疫苗毛利占比有较大幅度下滑。

图2: 公司历年营收结构——以畜禽疫苗为主



数据来源: Wind、开源证券研究所

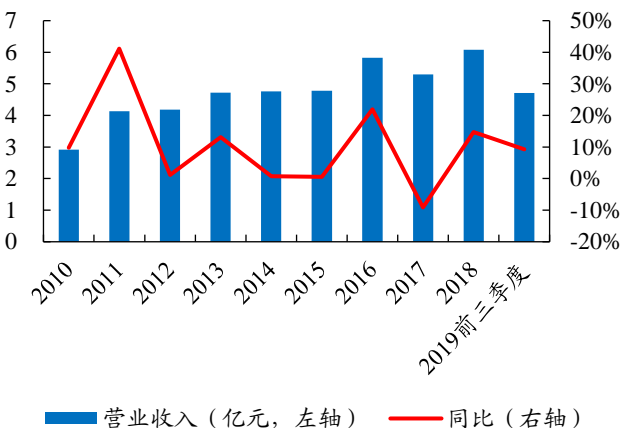
图3: 公司历年毛利结构——以畜禽疫苗为主



数据来源: Wind、开源证券研究所

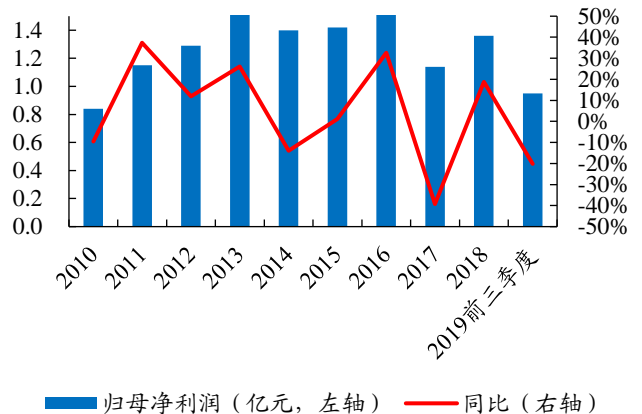
公司历年营收稳步增长,受猪疫苗业务拖累,公司2019年业绩承压。2010年,公司推出圆环病毒2型灭活疫苗,拉动业绩的增长,其中2011-2012年公司圆环2型灭活疫苗市占率分别为37%、28%,位居行业第一;2012-2013年受禽流感疫情及“速生鸡”事件影响,公司禽苗表现不佳拖累公司业绩;2016年,公司推出鸡新支流(Re-9株)基因工程苗,为国内首次应用基因工程技术的相关产品,带动业绩增长;2017年,猪用疫苗业务受猪蓝耳、猪瘟疫苗退出招采影响、禽养殖业受H7N9型流感疫情影响,公司业绩大幅下滑,其中归母净利润同比减少39%;2018年8月起我国爆发非洲猪瘟疫情,行业生猪存栏大幅去化,拖累公司猪疫苗业绩表现,2019年前三季度公司实现营业收入4.71亿元,同比增长9%,归母净利润0.95亿元,同比减少20%。由于2018年起禽产业链高景气度及非瘟疫情提升了下游养殖户对于消毒剂的需求,公司2019年前三季度禽苗及抗体实现营收2.11亿元,同比增长38%;化药实现营收1.59亿元,同比增长32%,一定程度上抵消了猪疫苗业务的下滑。

图4: 公司历年营业收入稳步增长



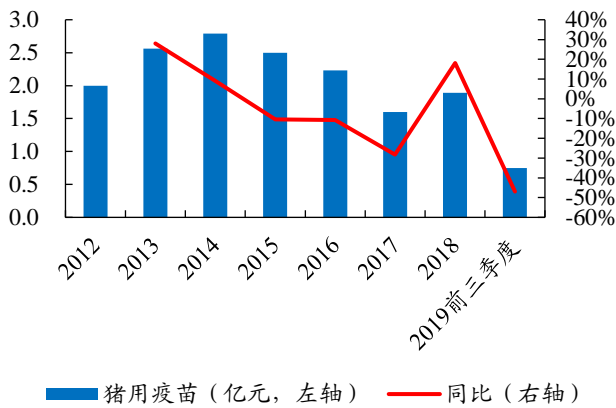
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 公司2019年归母净利润承压



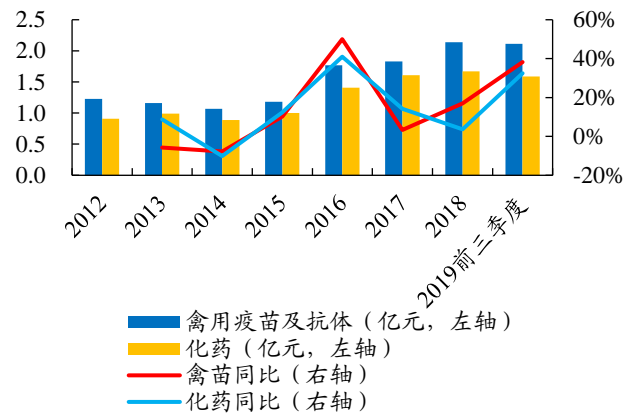
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2019年前三季度公司猪疫苗营收大幅下滑



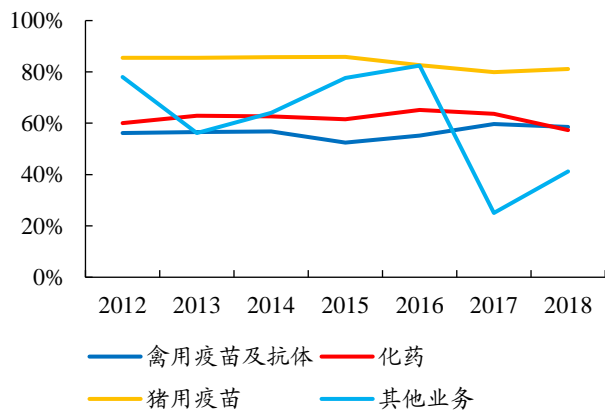
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2019年前三季度公司禽苗及化药营收增速较高



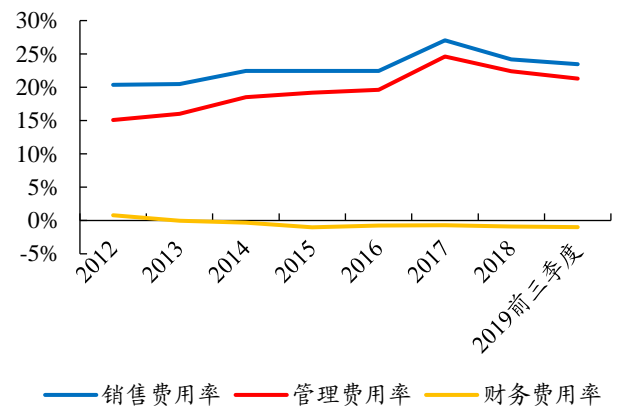
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 分业务毛利率——猪用疫苗毛利率较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 公司期间费用率相对较稳定



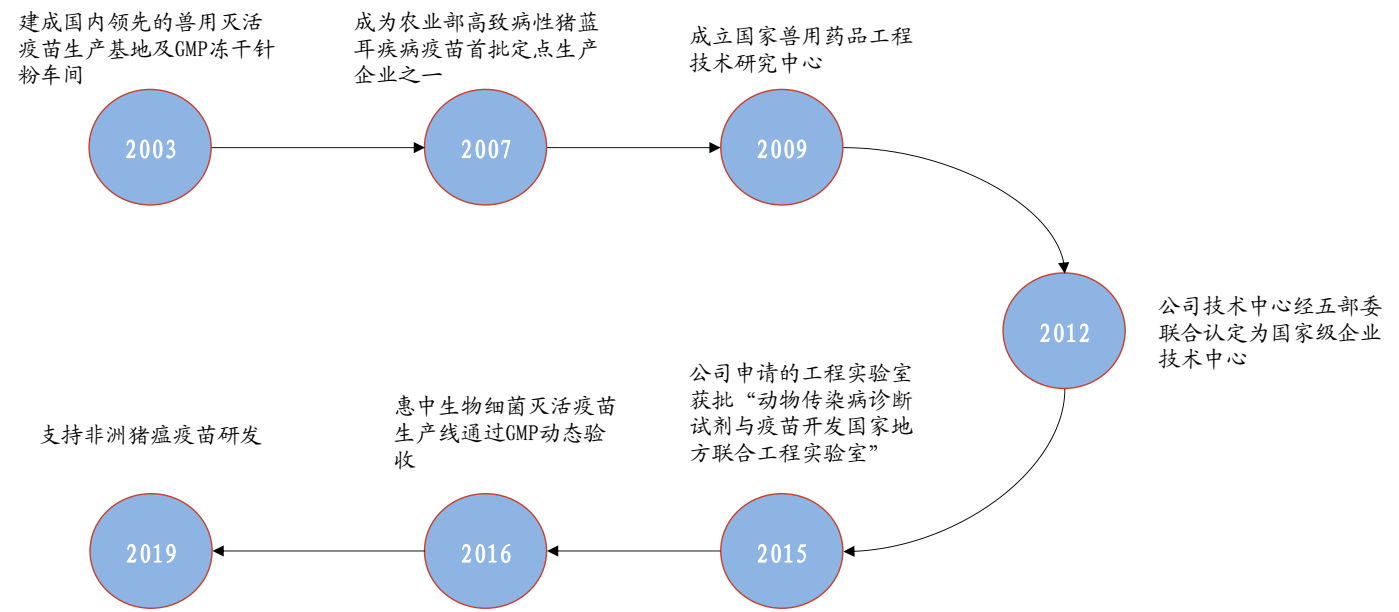
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、产品力: 研发技术领先, 畜禽疫苗产品线丰富

1.2.1、公司注重研发创新投入, 基因工程技术领先行业

公司设有三大国家级平台, 各类关键技术储备完善。一方面, 公司目前设有三大国家级技术创新平台: 2009年, 公司成立国家兽用药品工程技术研究中心; 2012年, 公司技术中心经五部委联合认定为国家级企业技术中心; 2015年, 公司申请的工程实验室获批“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”。另一方面, 公司建立并完善了多联多价疫苗、细菌人工染色体、反向遗传操作、抗原蛋白表达、高密度发酵、蛋白纯化等技术平台, 整体研发效率具备优势。

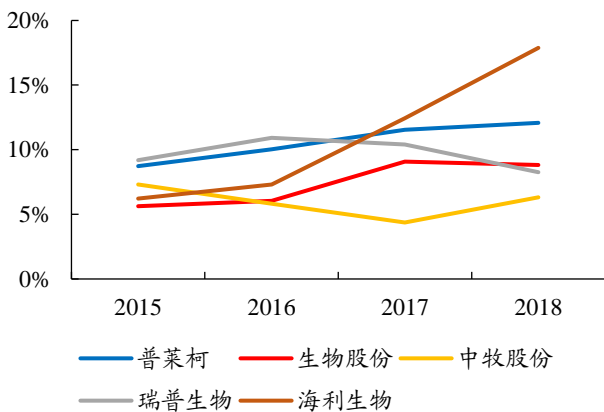
图10: 公司研发工艺不断升级



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

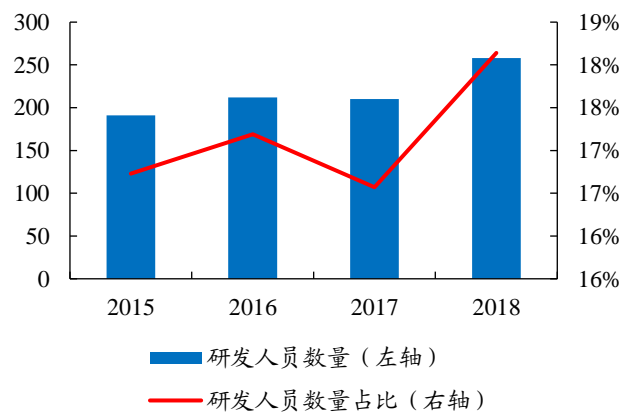
公司研发投入占比较高, 研发人员稳步扩张。公司 2018 年研发投入占营业收入比例 12%, 从历年来看占比普遍在 10% 以上, 处于行业领先水平。截至 2018 年底, 公司研发人员 258 人, 占公司员工总数比例 18%; 从学历构成来看, 博士硕士学历占总员工比例 12%。

图11: 公司研发支出占比领先行业



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 公司研发人员数量稳步扩张



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司在基因工程疫苗领域技术领先行业。与传统疫苗相比, 基因工程疫苗具有更好的安全性及纯度, 成本更低且易于运输储存, 同时可方便的制成多价联合疫苗, 符合产业升级趋势, 当前国内市场传统疫苗占比仍然超过 70%, 基因工程新型疫苗仅在口蹄疫合成肽疫苗、猪圆环亚单位疫苗、猪伪狂基因缺失苗、禽流感疫苗上有应用, 国内动保企业均在积极布局基因工程技术, 公司基因工程技术储备良久, 已建立基因工程疫苗关键技术平台。从已授权的发明专利数来看, 无论总体专利数还

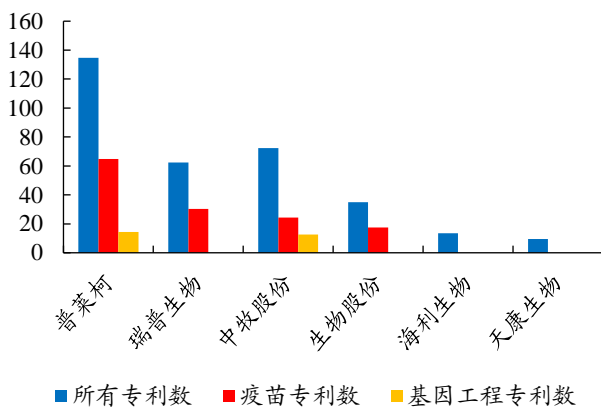
是基因工程专利数，公司均大幅超过同行。从临床批件和新兽药证书来看，公司近年基因工程疫苗获批数也占比较高。

表1: 相比传统疫苗，动物基因工程疫苗纯度和产量更高，同时更适用于联苗研发

	基因工程疫苗	传统疫苗
范围	所有病原体	仅适用于可培养病原体
联苗研发	较快，技术成熟	较慢，技术尚未成熟、较为复杂
纯度	较高，纯化要求严格	较低，减毒活疫苗普遍不进行深度纯化
产量	产量较高	产量较低，由于细胞高密度培养存在技术瓶颈，病毒滴度上限较低

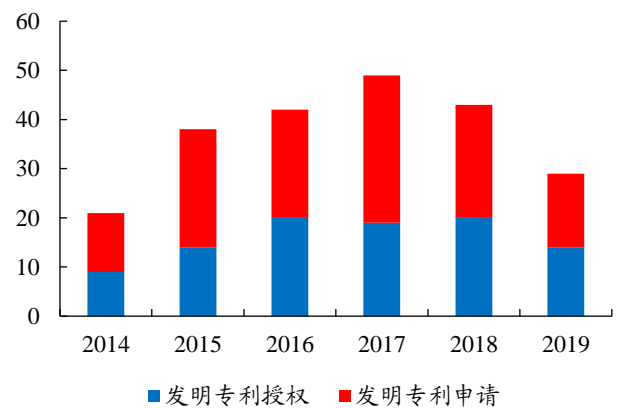
资料来源：中国知网、开源证券研究所

图13: 公司已授权专利数位居行业领先水平



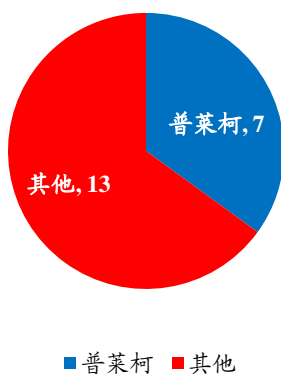
数据来源：Wind、佰腾网、开源证券研究所

图14: 公司每年专利授权/申请数较多



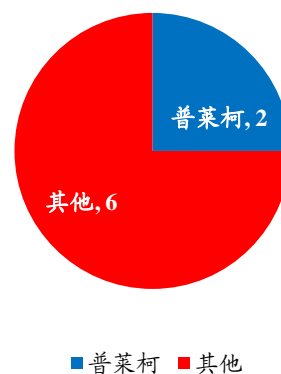
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 2012年至今公司基因工程领域临床批件数领先



数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

图16: 2012年至今公司基因工程领域新兽药注册数领先



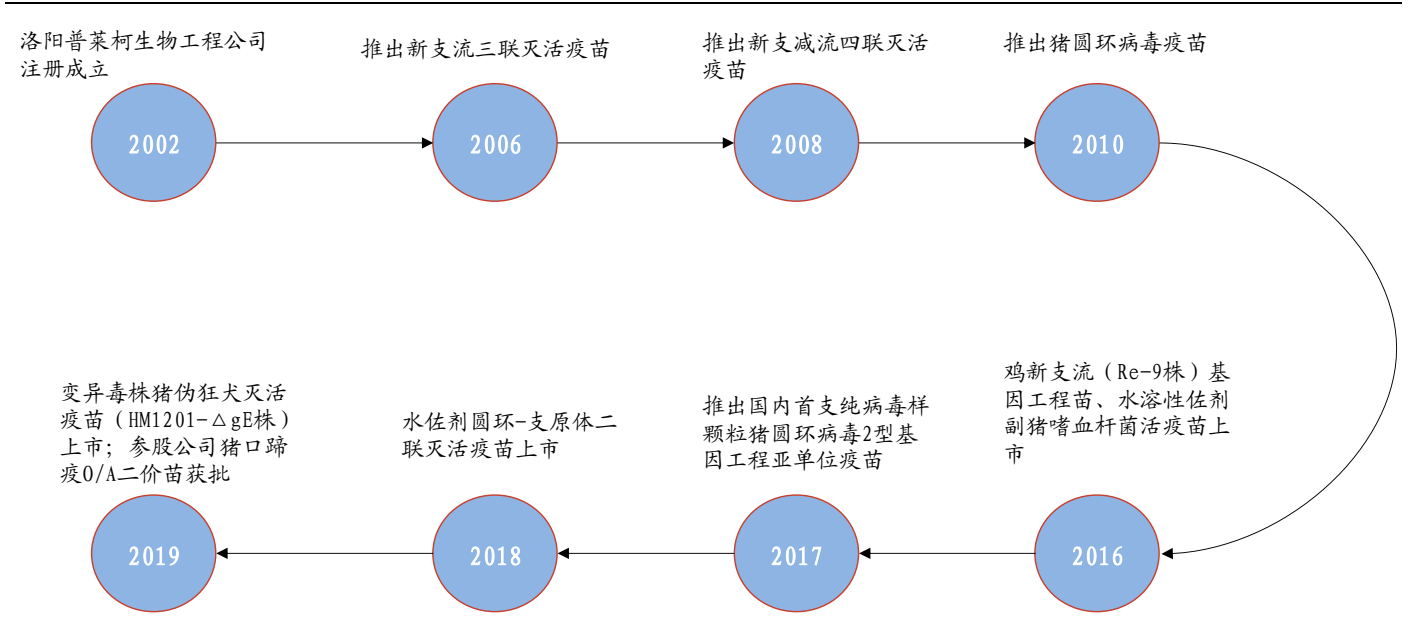
数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

1.2.2、公司核心产品为基因工程苗及联苗

公司畜禽疫苗产品线逐步丰富。公司在早期以兽药产品为主，2006年推出新支流三联灭活疫苗，2010年推出猪圆环疫苗，逐步向畜禽疫苗领域拓展。2016年推出鸡新支流(Re-9株)基因工程疫苗，带动禽苗高增长，成为公司禽苗业务优势产品；

2017年推出猪圆环基因工程亚单位疫苗，为公司猪疫苗业务优势产品，该产品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，历时7年研制成功。

图17: 核心产品推出带动公司增长



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司优势产品为畜禽领域的基因工程苗及联苗。在猪用疫苗领域，优势产品为：技术处于国际前沿的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）、2018年上市的猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗(流行株、国内首创)；在禽苗领域，优势产品为：新支流、新流法、新支流法等基因工程多联灭活疫苗。

表2: 公司产品矩阵——目前圆环、伪狂犬、禽苗领域的基因工程苗及联苗为优势产品

主要产品种类	主要产品	主要用途
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	猪病预防
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	
兽用生物制品	禽用活疫苗	禽病预防
	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	禽病预防
	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	禽病治疗
	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	畜禽疫病治疗或预防
	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	治疗或预防
	双黄连口服液、芩黄口服液、板青颗粒等	
	消毒剂	治疗或预防
	戊二醛苯扎溴铵溶液、过氧乙酸溶液等	

资料来源: 公司 2019 年中报、开源证券研究所

注: 标红字段为公司优势产品

表3: 公司疫苗产品销量——2017年上市的新产品凭借领先的技术工艺实现快速放量

药(产)品名称	所属药(产)品注册分类	2017	2018	同比
猪圆环病毒2型灭活疫苗(万头份)	二类	3309	2108	-36%
猪圆环病毒2型灭活疫苗(水佐剂)(万头份)	三类	359	319	-11%
猪圆环病毒2型基因工程亚单位疫苗(万头份)	三类	56	703	1162%
猪瘟活疫苗(万头份)	-	5694	6001	5%
伪狂犬活疫苗(万头份)	-	2619	2074	-21%
新-支-流-法四联基因工程疫苗(万羽份)	三类	9277	26934	190%
新-支-流基因工程三联疫苗(万羽份)	三类	10400	23731	128%
新-支-流三联疫苗(万羽份)	三类	9938	19101	92%
新-流-法三联基因工程疫苗(万羽份)	三类	3682	14621	297%
新-流二联灭活疫苗(万羽份)	-	12292	19510	59%
新-流二联灭活疫苗(浓缩)(万羽份)	三类	772	9221	1095%
法氏囊抗体(万羽份)	-	27662	32357	17%
头孢噻唑冻干粉针剂(公斤)	三类	512	539	5%

数据来源: 公司年报、开源证券研究所

注: 标红字段为2017年新上市产品

公司在研储备充分, 产品布局前瞻。公司目前在研项目种类齐全, 围绕新一代基因工程及多联多价疫苗技术开展研发工作, 布局了包括圆环、伪狂犬、口蹄疫等猪用疾病和鸡新城疫等禽用疾病防控项目; 同时, 公司在研项目目前均未有国产仿制厂家获批, 产品布局前瞻。

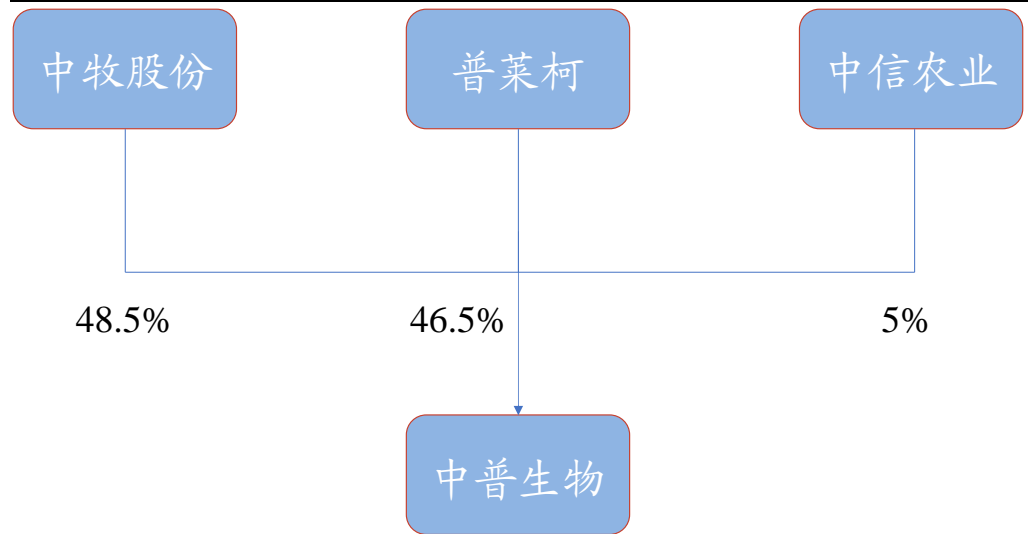
表4: 公司在研项目储备充分

研发项目类别	项目	进展	累计研发投入 (万元)	已申报厂家数量	已批准的国产仿制厂家数量
圆环系列	猪圆环病毒2型、副猪嗜血杆菌二联多价灭活疫苗	申请生产文号	1126	4	0
	猪圆环病毒2型、支原体肺炎二联灭活疫苗(Cap蛋白+HN0613株)	新兽药注册	627	7	0
	重组猪圆环病毒3型疫苗(大肠杆菌源)	临床前研究	143	0	0
	猪圆环病毒、猪细小病毒二联灭活疫苗	临床前研究	228	1	0
猪用疫苗	猪伪狂犬病毒基因工程亚单位疫苗(杆状病毒源)	临床前研究	364	0	0
	猪伪狂犬病流行株gE缺失灭活疫苗	新兽药注册	558	11	0
	猪伪狂犬病活疫苗(HN1201-R1株)	新兽药注册	288	12	0
	猪伪狂犬病活疫苗(NVC2013株)	临床前研究	117	12	0
口蹄疫	重组口蹄疫亚单位疫苗(大肠杆菌源)产品	临床前研究	1326	5	0
猪塞内卡谷病毒病	猪塞内卡谷病毒病灭活疫苗	新兽药注册	717	1	0
猪支原体	猪支原体肺炎灭活疫苗(单针型HN0613株)	申请生产文号	297	10	0
猪萎缩性鼻炎	猪萎缩性鼻炎多组分灭活疫苗	申请生产文号	792	2	0
禽用疫苗	鸡新城疫(基因VII型)、传染性支气管炎、禽	新兽药注册	285	2	0

研发项目类别	项目	进展	累计研发投入 (万元)	已申报厂家数量	已批准的国产 仿制厂家数量
因VII型)系列	流感(H9亚型)三联灭活疫苗				
产品	鸡新城疫(基因VII型)、禽流感(H9亚型) 二联灭活疫苗	新兽药注册	272	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	新兽药注册	176	1	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+FAV-HN株)	新兽药注册	132	1	0
禽腺病毒(I 群,4型)系 列产品	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)	临床前研究	195	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)	临床前研究	61	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)	临床试验	95	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)	申请生产文号	215	3	0
	鸡传染性鼻炎三价灭活疫苗(A型+B型+C 型)	新兽药注册	71	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)	新兽药注册	420	4	0
宠物疫苗	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	申请生产文号	487	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)	新兽药注册阶段	1155	2	0
狂犬病	狂犬病灭活疫苗(VNUKOV0-32/37)	新兽药注册阶	953	6	0

资料来源:公司2018年年报、公司公告、开源证券研究所

通过中普生物切入口蹄疫市场,猪口蹄疫O/A二价苗已获生产批文。目前口蹄疫疫苗是我国最大动物品类,同时也是猪疫苗中唯一强制性免疫疫苗,2018年市场规模超过40亿元。公司参股的合资公司中普生物已于2020年3月获得猪口蹄疫O型、A型二价灭活疫苗(OHM/02株+AKT-III株)的生产批文,同时中普生物的生物安全三级防护改造也正在进行中,预计2020Q3完成。我们预计2021年公司猪口蹄疫O/A二价苗将上市销售,考虑到申报文号时标准较高,未来将主打市场苗销售,有望贡献业绩增量。

图18: 中普生物为公司与中牧股份合资公司, 其中公司持股比例 46.5%


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

表5: 中普生物已获 6 种口蹄疫疫苗生产批文

产品	批准文号	批准日期
口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (O/HB/HK/99 株+AF/72 株, 悬浮培养)	兽药生字 250047543	2018/11/22
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株 +O/GX/09-7 株)	兽药生字 250041093	2018/11/22
口蹄疫 O 型灭活疫苗(OS 株)	兽药生字 250047536	2018/11/22
猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株 +O/GX/09-7 株)	兽药生字 (2014) 250041092	2018/11/22
猪口蹄疫(O 型)灭活疫苗(OZK/93 株+OS/99 株)	兽药生字 (2014) 250047055	2018/11/22
猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM/02 株 +AKT-III株)	兽药生字 250047544	2020/3/4

资料来源: 公司公告、国家兽药基础数据库、开源证券研究所

1.3、渠道力: 营销结构持续优化

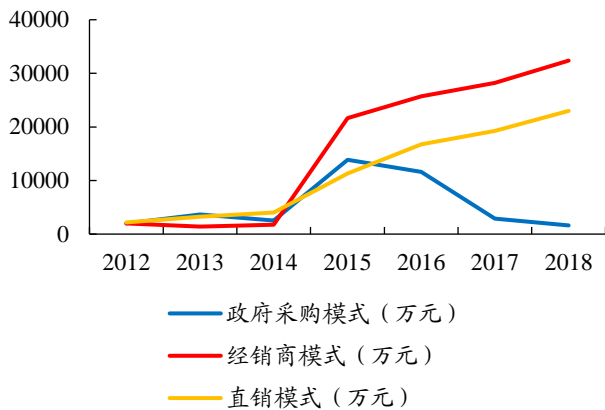
顺应市场苗销售趋势, 积极布局市场化销售网络。受下游养殖规模化及政策推动, 市场苗销售为未来趋势。2017 年猪瘟及猪蓝耳病退出国家强制性免疫给公司政府招采端收入造成一定影响, 但公司通过持续加大直销客户开发力度, 完善经销商网络布局, 带动了直销及经销端收入的快速增长。

表6: 公司有三类产品渠道

销售模式	客户	主要产品类型
经销商销售	各地经销商	猪病和禽病防控用生物制品、化学药品
大集团直销	大型养殖集团、养殖场	猪病和禽病防控用生物制品、化学药品
政府招标采购	省、县市级兽医防疫机构	主要为高致病性猪蓝耳病活疫苗和灭活疫苗、猪瘟活疫苗

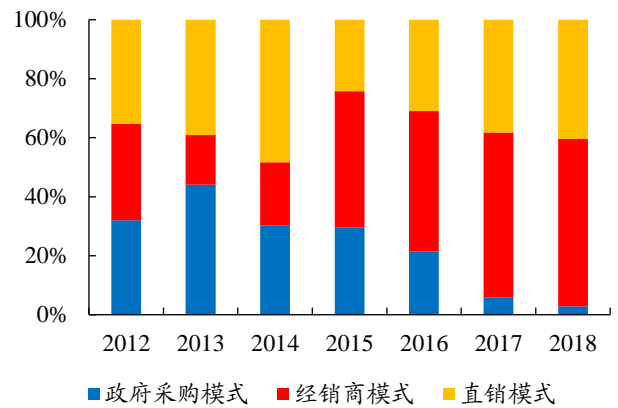
资料来源: 公司年报、开源证券研究所

图19: 公司经销和直销渠道收入快速增长



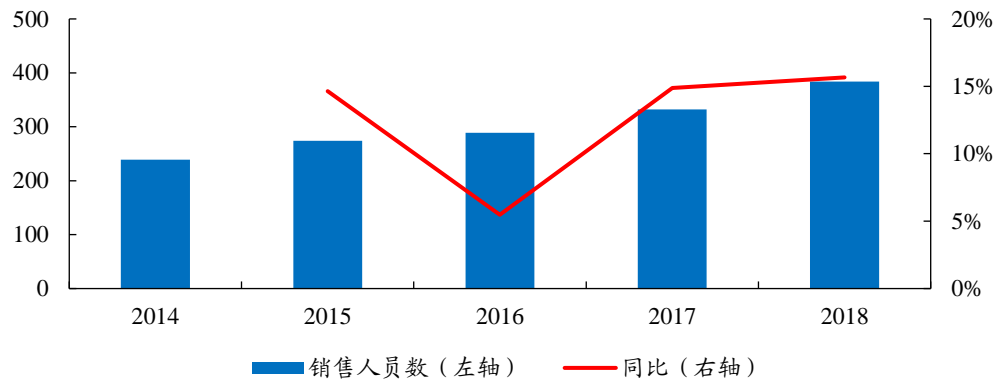
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图20: 公司经销和直销收入占比持续提升



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图21: 公司销售人员数稳步增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司销售策略灵活: 结合不同产品的竞争优势, 针对行业发展的阶段性特点, 围绕大单品营销, 适时制定合适的销售策略。公司坚定不移地推进大单品战略, 重点推广圆环系列产品、猪伪狂犬基因工程疫苗及相关产品、禽苗 434 系列产品及新流法、氟苯尼考等重点产品。2018 年, 在猪用疫苗方向, 针对下游养猪行业低迷态势, 迅速发起了“圆环雷霆行动”, 大幅降低圆环全病毒灭活疫苗市场终端价格, 扩大了公司产品的终端占有率, 为公司下一步新品上市扩充了渠道资源; 在禽用疫苗板块, 强化推广“434”系列免疫方案, 持续创造用户价值, 进一步巩固公司市场化禽苗产品的领先地位。

表7: 公司禽苗板块推出的“434”系列免疫方案能有效为养殖户减负

免疫时间	疫苗	剂量	免疫疫苗介绍	优势
7 日龄	新支流法基因工程四联灭活疫苗+新支二联活疫苗	0.25ml/羽份	第一个“4”: 新支流法基因工程四联灭活疫苗。疫苗中的毒株均采用优选毒株, 对目前流行的新城疫基因 VII 型、传支 QX 株、禽流感 H9 有很好的防控效果, 同时传染性法氏囊病采用的是用高纯度的法氏囊病 rVP2 蛋白做成的病毒样颗粒作为免疫抗原, 应激反应小。	减少应激反应、提升免疫效率、节约人工成本。综合来

免疫时间	疫苗	剂量	免疫疫苗介绍	优势
45-65 日龄	新支流 Re-9 基因工程三联灭活疫苗+新支二联活疫苗	0.4ml/羽份	第二个“3”：新支流 Re-9 基因工程三联灭活疫苗。首次将基因工程技术应用于禽流感 H9，将免疫期提升到 6 个月以上，利于免疫减负。	看，到 300 日龄时综合提升效益约 5 元/只鸡
100-120 日龄	新支减流四联灭活疫苗+新支二联活疫苗	0.5ml/羽份	第三个“4”：新支减流四联灭活疫苗。将原来的“新支减+新流”合二为一，减少人工的同时减少免疫成本和免疫应激，缩短产蛋上高峰的时间，提高生产效率。	
280 日龄	新支流 Re-9 基因工程三联灭活疫苗+新支二联活疫苗	0.5ml/羽份	-	

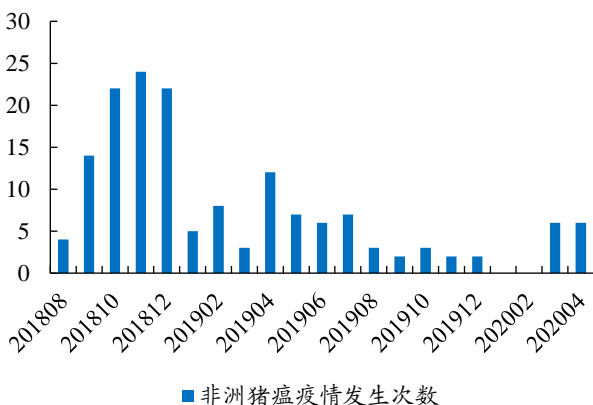
资料来源：公司官网、开源证券研究所

2、猪用疫苗业务：短期业绩拐点将至，长期空间广阔

2.1、规模场补栏渐起，公司猪疫苗业务业绩拐点将至

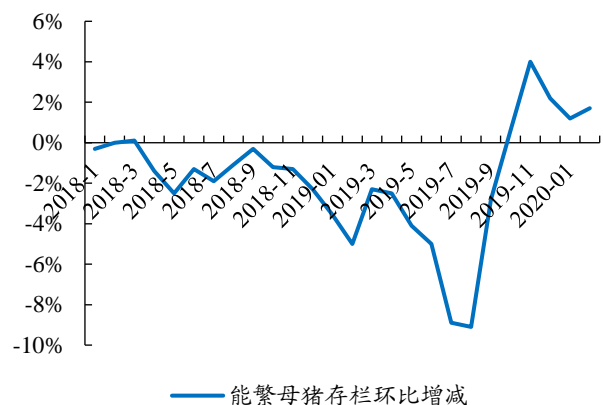
2019Q4 能繁母猪止跌回升，2020 年生猪存栏有望加速恢复。一方面，由于养殖密度显著降低+养殖集团生物安全防控体系的逐步建立，未来非瘟疫情有望趋于稳定；另一方面，当前的高猪价大幅提振行业补栏积极性，因此能繁母猪存栏自 2019Q4 起止跌回升。农业部数据显示，非瘟爆发后，能繁母猪存栏变化率于 2019 年 10 月首次环比转正，至今已连续 5 个月环比为正。向前看，我们认为虽然未来随着养殖密度的提升，非瘟疫情可能反复，但随着防控经验的积累，尤其是当前一些养殖集团已能够依靠生物安全防控来防住非洲猪瘟，因此未来疫情很难再现 2019 年高峰时期情形，2020 年行业存栏向上趋势基本确定。

图22：非瘟疫情整体趋于稳定（截至 2020 年 4 月 13 日）



数据来源：农业农村部、开源证券研究所

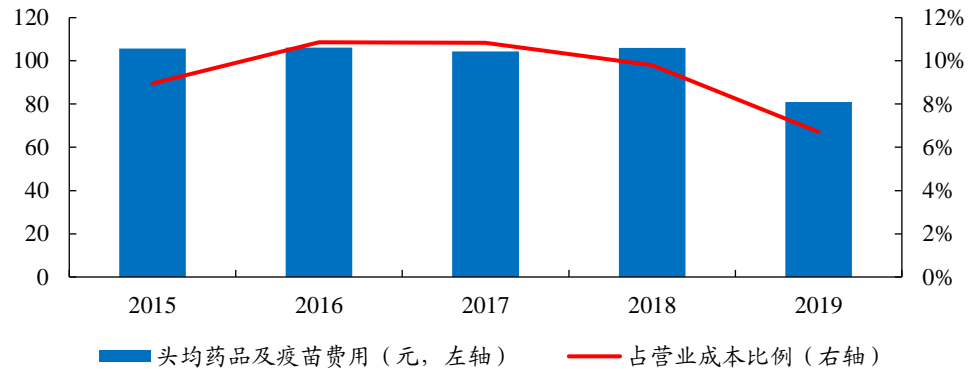
图23：能繁母猪存栏已连续 5 个月环比恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

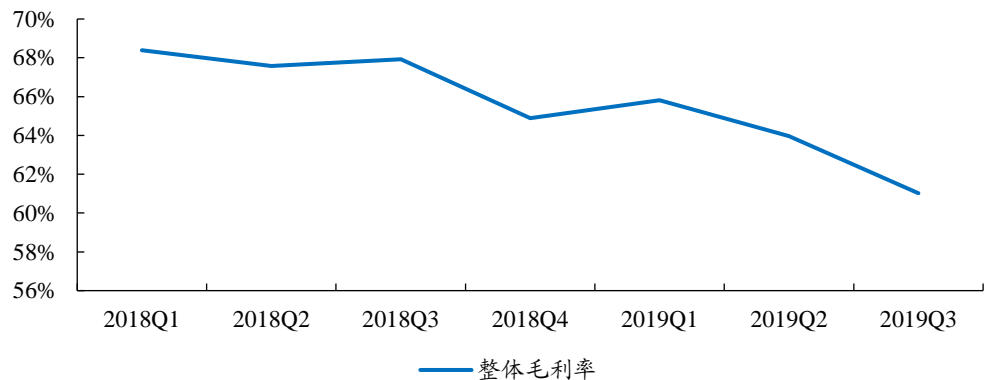
疫情企稳，养殖场免疫密度有望提升。猪疫苗企业销量受生猪存栏、养殖场免疫密度影响。在 2019 年非瘟疫情高发时期，养殖场一方面担忧打针过程带来非瘟传播风险，另一方面也担忧生猪存活率，因此非必须注射疫苗（尤其是圆环等经济效益苗）的使用频次、免疫密度有所降低。以牧原股份为例，2019 年头均药品及疫苗

费用为 81 元, 同比-24%; 药苗成本占营业成本比例为 6.71%, 同比降低 3 个百分点。向前看, 我们认为养殖企业免疫密度会逐步提升, 一方面, 随着非瘟疫情的逐步稳定, 注射疫苗过程中非瘟传播概率下降; 另一方面, 想要仅靠生物安全防控来预防畜禽相关疾病对养殖场管理要求极高, 绝大多数养殖场均无法做到, 因此疫苗刚需较强, 同时当前猪价高企也进一步提振养殖企业使用疫苗积极性。

图24: 牧原股份 2019 年头均药苗成本下滑


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

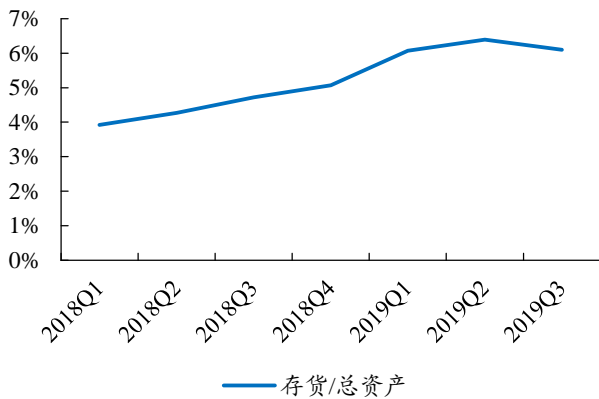
行业回暖, 价格折让有望收窄。2018 年针对下游养猪行业低迷态势, 公司发起“圆环雷霆行动”, 大幅降低圆环全病毒灭活疫苗市场终端价格来促销量保份额。向前看, 我们认为随着行业回暖及存货的改善, 公司猪用疫苗价格折让有望收窄。

图25: 公司 2018 年起降低圆环苗价格保份额


数据来源: Wind、开源证券研究所

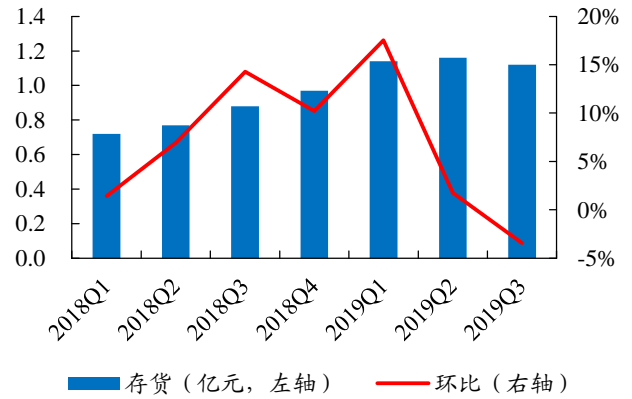
存货及应收账款已于 2019Q3 出现改善。自非瘟爆发以来, 一方面, 公司应收账款出现增加, 但增幅有限, 同时考虑到公司近年积极拓展集团客户, 大客户占比明显提升, 预计坏账风险较小。2019 年 9 月底应收账款已出现明显改善, 环比减少 22%, 应收账款/总资产为 8%, 相比 2019 年 6 月底降低 2 个百分点; 另一方面, 公司存货也于 2019Q3 出现改善, 利于公司后续猪用疫苗价格折让的收窄。

图26: 公司存货/总资产于 2019Q3 改善



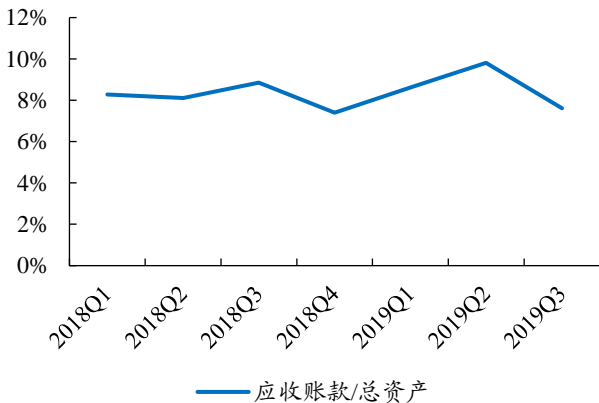
数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 公司存货于 2019Q3 出现改善



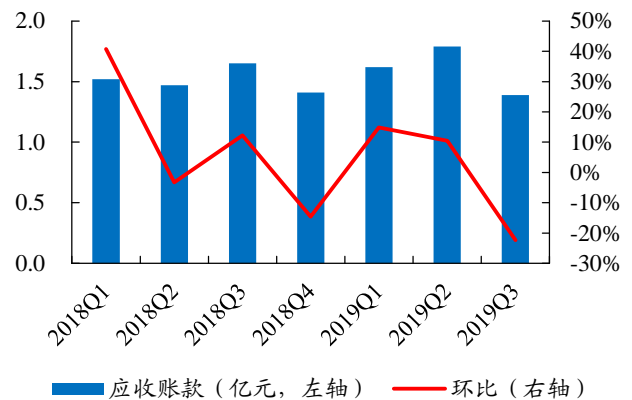
数据来源: Wind、开源证券研究所

图28: 公司应收账款/总资产于 2019Q3 改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

图29: 公司应收账款于 2019Q3 明显改善

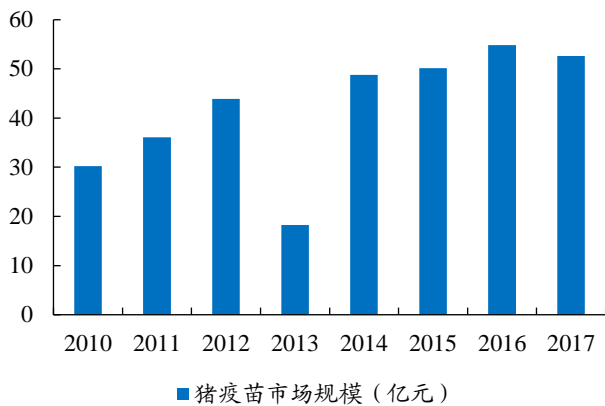


数据来源: Wind、开源证券研究所

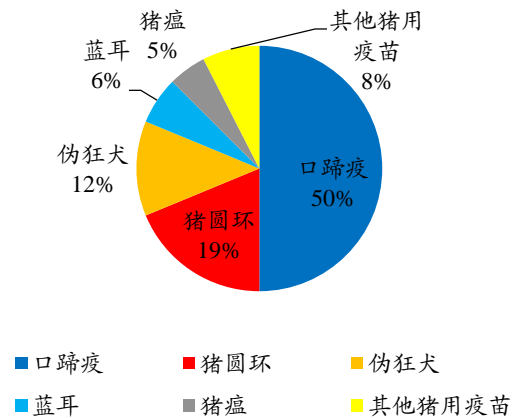
2.2、猪疫苗行业拥有较大扩容空间

2.2.1、行业加速增长，口蹄疫为第一大单品

猪疫苗包括口蹄疫、猪圆环、伪狂犬和猪瘟等疫苗，根据商品猪标准免疫程序来看，在生猪出栏前上述疾病疫苗均会注射。2017 年猪疫苗行业规模 53 亿元（若考虑市场化销售的牛用口蹄疫疫苗多是用在生猪免疫，非洲猪瘟前猪用疫苗整体规模或在 80 亿元左右），且近年随着养殖规模化提速行业增速加快。分产品格局来看，口蹄疫为第一大单品，占比 50%，猪圆环次之，占比 19%。

图30: 猪疫苗行业截止 2017 年市场规模为 53 亿元


数据来源: 兽药产业发展报告、开源证券研究所

图31: 产品格局——口蹄疫为第一大单品, 圆环次之


数据来源: 开源证券研究所

表8: 商品猪标准免疫程序

生长阶段	免疫疫苗	免疫剂量	注射方法
3 日龄	伪狂犬疫苗	0.5ml	滴鼻免疫
7 日龄	气喘病疫苗	1ml	胸腔注射
10 日龄	猪蓝耳疫苗	1ml	肌内注射
14 日龄	猪圆环疫苗	1ml	肌内注射
25 日龄	猪瘟疫苗	1.5ml	肌内注射
30 日龄	伪狂犬疫苗	1ml	肌内注射
35 日龄	猪圆环疫苗	1ml	肌内注射
45 日龄	口蹄疫疫苗	1ml	肌内注射
55 日龄	猪瘟疫苗	1.5ml	肌内注射
65 日龄	口蹄疫疫苗	2ml	肌内注射
70 日龄	伪狂犬疫苗	1ml	肌内注射

资料来源: 中国知网、开源证券研究所

2.2.2、政策推动+养殖规模化提速, 行业加速扩容

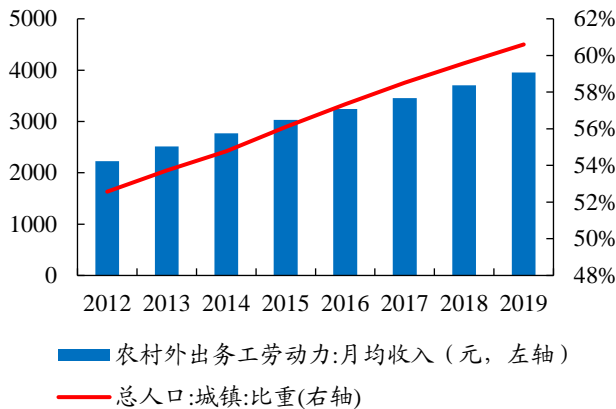
政策陆续出台, 助推市场苗销售。2016 年 7 月农业部发布《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》, 对符合条件的养殖场的强免实施“先打后补”, 在此政策下, 养殖户可以更加自主、有针对性的采购高质量疫苗, 推动市场苗销售; 2019 年 12 月, 农业部公布《兽用生物制品经营管理办法(修订草案征求意见稿)》, 首次将国家强制免疫用生物制品的销售渠道向经销商开放, 而此前只允许生产企业将国家强制免疫疫苗直接销售给给各级人民政府畜牧兽医管理部门或养殖场(户), 在该政策下我们认为: 一方面, 动物疫苗企业此前市场苗销售的政策限制被打破; 另一方面, 该项政策进一步提振市场对未来招采苗取消的预期, 有望加速过渡向市场苗销售。

表9: 推动“市场化”的相关政策梳理

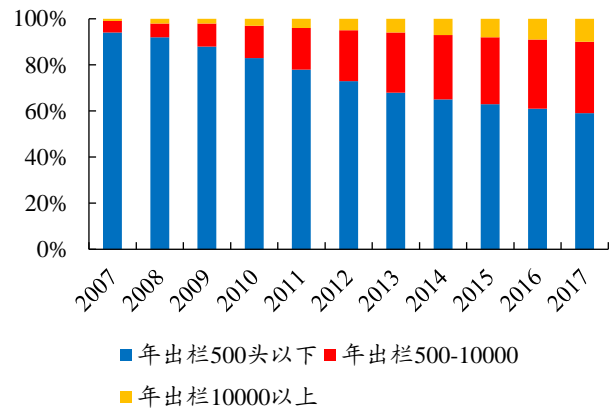
政策	发布日期	重要内容
《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》	2016/7/22	进一步强化畜禽养殖经营者的强制免疫主体责任，对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现养殖场户自主采购、财政直补。
《兽用生物制品经营管理办法（修订草案征求意见稿）》	2019/12/10	国家强制免疫用生物制品生产企业可将国家强制免疫用生物制品直接销售给各级人民政府畜牧兽医管理部门或养殖场（户），也可由其授权经销商销售。

资料来源：农业农村部、财政部、开源证券研究所

受城镇化推动，养殖规模化成为长期趋势。随着我国城镇化的推进，农民工的工资水平快速提升，外出务工工资相当于农民养猪的机会成本，因而倒逼大量散养户放弃生猪养殖，选择外出打工，而留下来的养殖户只能通过扩大养殖规模来获取足够的效益。2007-2017年我国生猪养殖场数由8200万户下降至3800万户。截至2019年，个人外出打工年均收入约4.7万元，假设常态下散户头均盈利150元，以一家三口的家庭农户为例，年出栏规模至少950头才能弥补养猪的机会成本。

图32: 城镇化带来外出务工工资水平提升


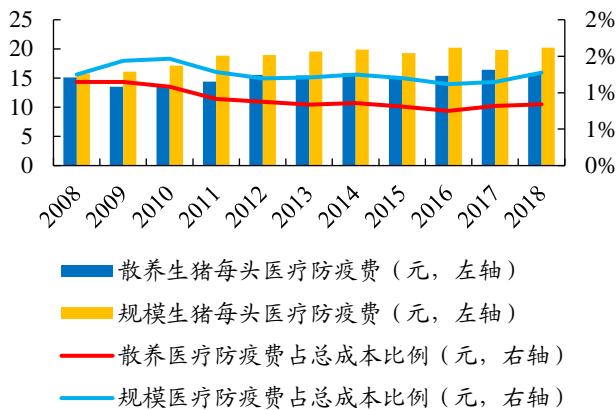
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33: 过往周期规模场出栏量占比逐步提升


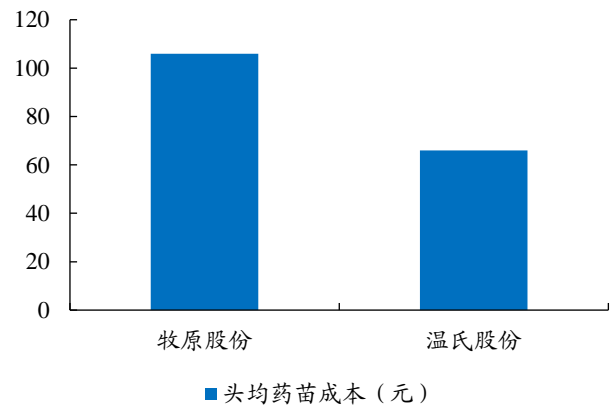
数据来源：Wind、开源证券研究所

养殖规模化带动市场苗渗透率提升，行业不断扩容。强制免疫疫苗招标体制的入围门槛较低，往往价格较低者中标，使得招采苗质量远差于市场苗。规模场由于养殖规模和密度更大、防疫需求更强，从而更倾向于购买优质的市场苗。市场苗价格往往为招采苗的数倍，故而随着市场苗渗透率的提升，行业也将不断扩容。

非洲猪瘟加速规模化进程，动保行业长期空间广阔。在非瘟背景下，养殖行业大量落后产能被淘汰，大型养殖企业凭借资金、防控优势及政策的扶持，抗风险能力更强、存栏恢复更快，养殖规模化进一步加速。以我国年出栏6亿头猪为基数，参考牧原股份及温氏股份2018年头均药苗成本均值，假设其中疫苗占药苗成本比例为50%，则我国猪疫苗行业潜在空间为258亿元，和2017年的82亿元相比有2倍以上空间。

图34: 规模企业防疫开支高于散户


数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 2018年养殖集团头均苗药成本较高


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2.3、非洲猪瘟疫苗带来行业强扩容

短期来看，非瘟疫苗商业化没有时间表，但市场预期先行。非洲猪瘟疫苗为基因工程活疫苗，已经进入临床试验阶段，未来还需持续进行转基因生物安全评价和新兽药注册审批。目前官方尚未给出确切时间表，因此后续非瘟疫苗商业化时间存在较大不确定性。

表10: 非洲猪瘟疫苗研发已进入临床试验阶段

目前已取得进展	时间	内容
立项	2019.1	启动非洲猪瘟疫病防控应急项目
5家科研院所被指定参与研发	2019.2	五家院所分别为：中国农业科学院哈尔滨兽医研究所、中国动物卫生与流行病学中心、中国农业科学院兰州兽医研究所、中国科学院武汉病毒研究所、华南农业大学
成功分离毒株	2019.3	哈兽研对分离出的毒株的生物学特性进行了较为系统的研究，并建立了动物感染模型
中试产品工艺初步完成	2019.5	哈兽研在疫苗创制阶段取得五项进展，包括分离我国第一株非洲猪瘟病毒、创制了非洲猪瘟候选疫苗、临床前中试产品工艺研究初步完成等
哈兽研申请专利	2019.8	发明采用非洲猪瘟中国流行株 Pig/CN/HLJ/2018，经基因工程技术，将非洲猪瘟病毒的毒力基因缺失，获得 MGF360-505R 缺失和 CD2V 与 MGF360-505R 联合缺失的基因缺失病毒
提出生物安全评价申请	2019.9	根据 中国农科院，一株双基因缺失弱毒活疫苗已完成了实验室安全评估与有效试验，突破了规模化生产技术瓶颈，已向农业农村部提出生物安全评价申请，即将进入临床试验阶段
进入临床试验	2020.3	中科院哈尔滨兽医研究所研制的非洲猪瘟疫苗通过农业农村部兽药评审中心组织的专家评审，获准在指定区域开展临床试验。

资料来源: 科学技术部、农业农村部、人民网、开源证券研究所

中长期来看，非瘟疫苗若成功商业化将带来行业极大扩容。考虑到非洲猪瘟传染性强、死亡率高，且研发过程预计较为复杂，假设招采/市场苗价格为 3/9 元/头份；参考哈兽研目前在研的七基因缺失苗，假设每年注射频次为 2.5 次，以行业 6 亿头生

猪存栏为基数，猪疫苗行业拥有 45-135 亿元扩容空间。

表11: 非洲猪瘟疫苗给行业带来大幅扩容空间

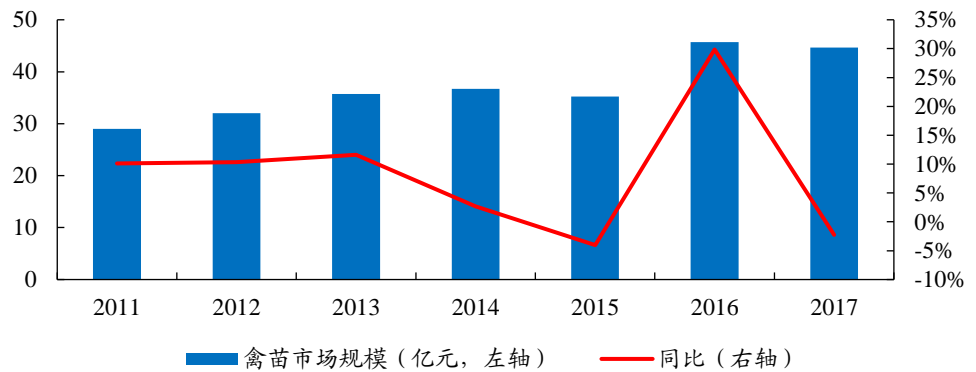
	价格 (元/头份)	每年注射频次	生猪基数 (亿头)	潜在空间 (亿元)
招采苗空间测算	3	2.5	6	45
市场苗空间测算	9	2.5	6	135

数据来源：开源证券研究所

3、禽用疫苗及化药业务：高景气下保持较高增速

禽用疫苗行业规模稳步增长。整体来看，我国禽苗市场规模在 45 亿元左右，其中禽流感疫苗为最大单品。目前我国持续存在的是 H9 亚型禽流感，且 2015 年新分离出的病毒致病性不断增强，成为我国最主要的流行株。普莱柯凭借着优质的工艺技术，处于禽苗市场第一梯队。

图36: 我国禽苗行业稳步增长



数据来源：兽药产业发展报告、开源证券研究所

公司在禽苗领域的优势为联苗及基因工程苗。从过往来看，公司凭借自身领先的技术平台推出优势单品占领市场，于 2006 年推出国际首支新支流三联灭活疫苗，2008 年推出国际首支新支减流四联灭活疫苗，于 2016 年推出鸡新支流（Re-9 株）基因工程苗，为行业内首家将基因工程技术应用于禽流感疫苗的企业。公司的优势禽苗产品带来禽苗业务的快速增长，奠定相关细分领域的龙头地位。

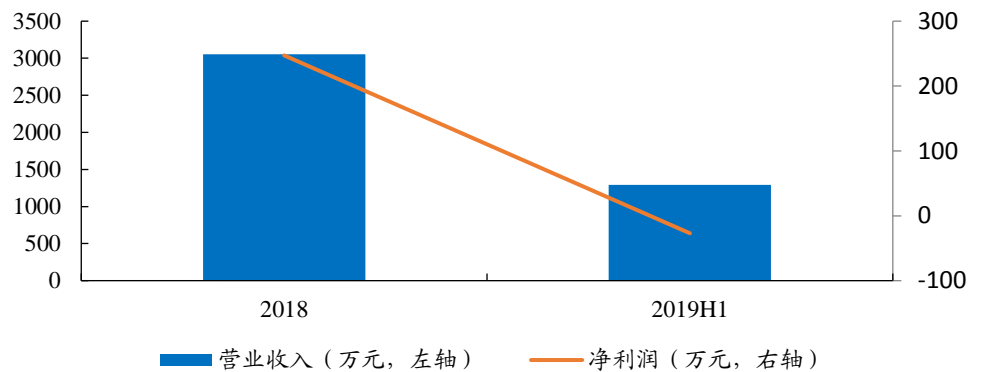
表12: 公司禽苗在相关细分领域具备领先优势

产品名称	2011 年		2012 年		2013 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
新支流三联灭活疫苗	44.34%	1	26.96%	1	19.51%	1
新支减流四联灭活疫苗	46.88%	1	44.60%	1	25.42%	1
鸡新支减三联灭活疫苗	18.11%	2	10.02%	3	9.26%	3
鸡法氏囊病精制蛋黄抗体	94.43%	1	95.40%	1	89.77%	1
鸭病毒性肝炎精制蛋黄抗体	94.01%	1	100%	1	91.30%	1

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

收购南京梅里亚，切入高致病性禽流感大单品领域。2019年11月，公司成功拍得乾元浩持有的南京梅里亚50%股权，成交价格为6520万元，且拟受让中海生物持有的南京梅里亚50%股权，转让价格为不超过6520万元，即公司共取得南京梅里亚100%股权。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。根据《2017年兽药产业发展报告》和行业相关专家预测，目前高致病性禽流感(H5+H7)疫苗市场份额为10至20亿元，为单一品类最大禽用疫苗产品。公司成功取得南京梅里亚股权后将会利用公司掌握的新一代基因工程疫苗技术，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，为公司带来较好的经营效益。

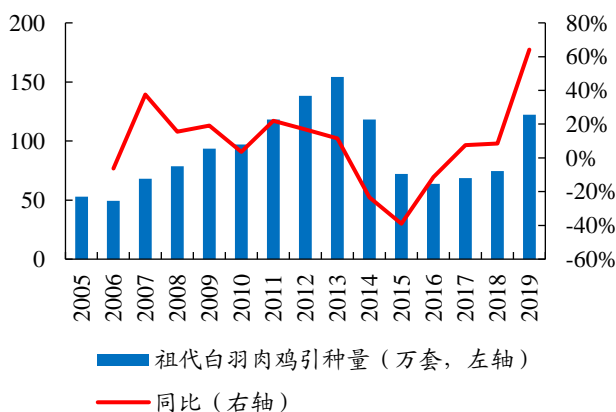
图37: 南京梅里亚营收体量约3000万元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

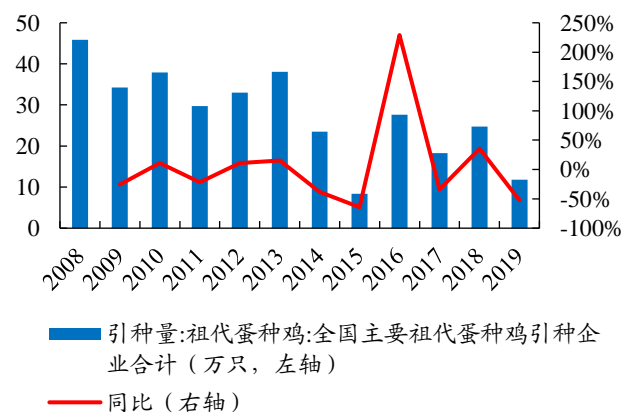
禽产业链高景气有望延续，公司禽苗业务持续增长。从供给端来看，由于2015年欧美爆发禽流感，近年我国祖代鸡引种量较少；从需求端来看，在非瘟背景下，禽类的替代性效应明显。我们认为未来禽产业链高景气度仍将持续，公司禽苗业务将保持较高增速。

图38: 近年我国祖代白羽肉鸡引种量偏少

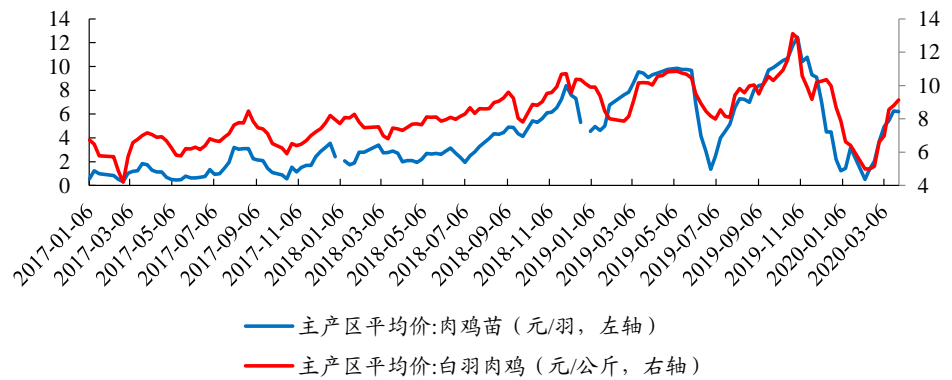


数据来源：白羽鸡协会、开源证券研究所

图39: 近年我国祖代蛋种鸡引种量偏少

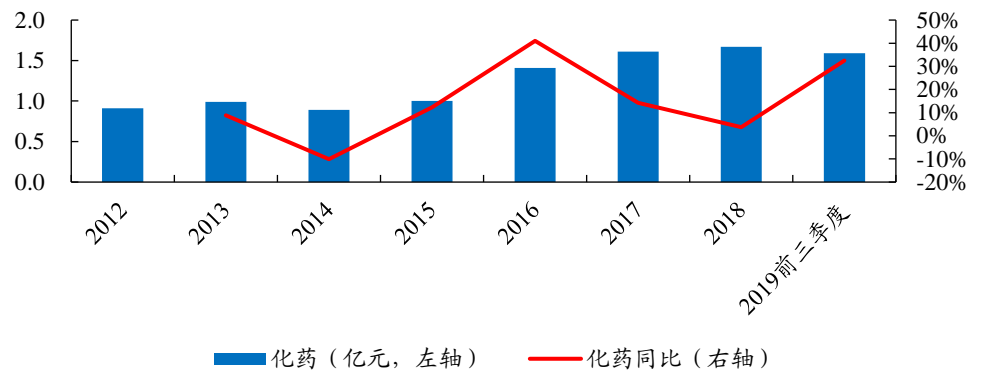


数据来源：Wind、开源证券研究所

图40: 当前禽产业链景气度较高


数据来源: Wind、开源证券研究所

非瘟疫情拉动消毒剂需求，公司化药业务预计保持高增速。2018下半年起，公司抓住非洲猪瘟对消毒剂市场的需求，同时通过强化对集团客户的开发和中兽药制剂的推广等措施，实现化药业务的高速增长。公司2018年消毒剂销量同比增长110%，化药收入同比增长4%；2019年前三季度化药收入同比增长32%。

图41: 2018年以来，公司化药业务收入增速较快


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表13: 公司化药业务销量——2018年起消毒剂增速较高

	2015	2016	2017	2018
粉剂(公斤)	296600	368200	392400	399600
YOY		24%	7%	2%
颗粒剂(公斤)	229100	266800	300400	280600
YOY		16%	13%	-7%
预混剂(公斤)	55100	62100	80200	95500
YOY		13%	29%	19%
注射剂(升)	44100	56900	53700	58000
YOY		29%	-6%	8%
口服剂(升)	328600	460900	504500	497400
YOY		40%	9%	-1%

	2015	2016	2017	2018
冻干粉针剂(公斤)	357	431	512	539
YOY		21%	19%	5%
散剂(万公斤)	5	7	5	9
YOY		36%	-21%	73%
片剂(百公斤)	1	1	3	2
YOY		41%	90%	-31%
粉针剂(百公斤)	1	3	7	6
YOY		78%	178%	-15%
消毒剂(万升)	13	21	22	46
YOY		65%	3%	110%

数据来源：公司年报、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

1) **猪用疫苗 2020 年将迎业绩拐点。**2019 年受非洲猪瘟影响，下游生猪存栏去化幅度约 40%，2019 年来看，一方面公司圆环苗降价促销，一方面圆环疫苗作为经济效益苗下滑幅度相对更大。2020-2021 年来看，随着存栏恢复圆环苗弹性相对较大。我们预计公司猪用疫苗业务 2019-2021 年收入分别为 0.98/1.47/2.06 亿元，同比 -48%/+50%/+40%；

2) **禽用疫苗受益高景气度，预计保持较快增长。**2019 年在对猪肉的替代效应下，禽产业链景气度持续走高，我们预计未来仍将高位维持。考虑到 2020 年公司禽苗新品上市较少，2021 年高致病性禽流感等新品有望上市，我们预计公司禽用疫苗业务 2019-2021 年收入分别为 2.81/3.37/4.27 亿元，同比+31%/+20%/+27%。

3) **化药业务保持较高增速。**非瘟疫情下，下游养殖业对于消毒剂的需求较大，一定程度带动化药业务收入增长，我们预计公司化药业务 2019-2021 年收入分别为 2.12/2.54/2.92 亿元，同比+27%/+20%/+15%。

4.2、盈利预测与估值

公司在畜禽疫苗方面具有强大的产品竞争力，尽管受非瘟影响短期业绩承压，但短期来看，未来随着行业存栏回升猪疫苗业绩将于 1-2 年内恢复，且 2021 年参股公司猪口蹄疫 O/A 二价苗、全资子公司高致病性禽流感疫苗有望上市，公司预计实现较高增速；长期来看，养殖规模化加速将打开行业空间，公司自身研发技术体系领先，长期前景可期。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.03/1.54/1.99 亿元，对应 EPS 为 0.32/0.48/0.62 元，当前股价对应 PE 为 56/37/29 倍，高于中牧股份和瑞普生物（中牧股份业务布局范围较大，估值较低，瑞普生物禽苗收入占比高），低于生物股份（生物股份猪用疫苗收入占比行业最高，短期受到冲击最大，估值较高），由于公司已获得行业规模最大的口蹄疫和高致病性禽流感生产资质，成长空间充分打开，首次覆盖，给予“买入”评级。

表14: 可比公司估值: 受非疫情影响 2019 年业绩下滑, 当前估值相对较高

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600201.SH	生物股份	22.73	255.99	0.67	0.20	0.40	0.67	33.93	115.81	56.64	34.06
600195.SH	中牧股份	13.34	112.38	0.49	0.46	0.54	0.64	27.04	29.15	24.92	20.97
300119.SZ	瑞普生物	16.86	68.20	0.29	0.48	0.64	0.77	57.32	35.09	26.53	21.77
平均值								39.43	60.02	36.03	25.60
603566.SH	普莱柯	17.93	57.64	0.42	0.32	0.48	0.62	42.51	55.73	37.43	29.02

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 普莱柯、生物股份数据为开源农业预测, 生物股份、瑞普生物 2019 年 EPS 来自于公司年报, 其他 EPS 数据来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2020 年 4 月 14 日数据

5、风险提示

畜禽养殖不景气、行业竞争加剧、新品放量不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1152	1003	1060	1114	1196
现金	263	451	340	351	387
应收票据及应收账款	112	147	121	210	200
其他应收款	3	3	5	3	8
预付账款	2	3	1	5	3
存货	71	97	92	143	147
其他流动资产	701	302	501	402	452
非流动资产	653	900	920	1119	1278
长期投资	19	165	233	336	435
固定资产	343	352	339	391	459
无形资产	208	220	231	247	244
其他非流动资产	84	164	117	145	139
资产总计	1805	1903	1980	2233	2473
流动负债	207	238	309	488	607
短期借款	0	0	0	168	147
应付票据及应付账款	29	43	38	63	61
其他流动负债	178	195	271	258	399
非流动负债	30	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	30	30	30	30
负债合计	236	268	338	518	637
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	324	324	324	324	324
资本公积	478	474	474	474	474
留存收益	794	865	918	990	1074
归属母公司股东权益	1569	1636	1642	1715	1837
负债和股东权益	1805	1903	1980	2233	2473

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	141	126	36	158	328
净利润	114	136	103	154	199
折旧摊销	37	42	38	43	52
财务费用	-4	-5	-4	4	10
投资损失	-18	-19	-4	-13	-27
营运资金变动	-13	-38	-98	-31	94
其他经营现金流	24	11	1	1	0
投资活动现金流	-241	140	-56	-230	-184
资本支出	59	54	-2	73	72
长期投资	-204	165	-68	-99	-98
其他投资现金流	-385	359	-126	-256	-211
筹资活动现金流	-65	-79	-92	-85	-87
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	20	-5	0	0	0
其他筹资现金流	-84	-74	-92	-85	-87
现金净增加额	-164	188	-112	-156	57

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	530	608	633	780	968
营业成本	168	200	232	286	355
营业税金及附加	9	9	7	10	14
营业费用	143	147	165	179	218
管理费用	130	63	60	62	73
研发费用	0	73	81	98	122
财务费用	-4	-5	-4	4	10
资产减值损失	2	10	-1	0	0
其他收益	8	7	13	14	14
公允价值变动收益	0	0	-2	-0	-0
投资净收益	18	19	4	13	27
资产处置收益	0	-0	-0	0	0
营业利润	108	137	108	166	217
营业外收入	27	17	9	11	10
营业外支出	2	1	0	1	1
利润总额	133	153	116	177	227
所得税	19	18	13	23	28
净利润	114	136	103	154	199
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	114	136	103	154	199
EBITDA	163	182	143	215	277
EPS(元)	0.36	0.42	0.32	0.48	0.62

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	-9.1	14.8	4.1	23.3	24.0
营业利润(%)	-41.1	26.7	-21.2	54.4	30.6
归属于母公司净利润(%)	-39.3	18.8	-23.7	48.9	29.0
获利能力					
毛利率(%)	68.3	67.1	63.3	63.4	63.3
净利率(%)	21.5	22.3	16.3	19.7	20.5
ROE(%)	7.3	8.3	6.3	9.0	10.8
ROIC(%)	6.7	7.4	5.6	7.8	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	13.1	14.1	17.1	23.2	25.7
净负债比率(%)	-14.9	-25.9	-18.9	-9.0	-11.5
流动比率	5.6	4.2	3.4	2.3	2.0
速动比率	1.8	2.5	1.5	1.2	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	4.8	4.7	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	5.9	5.6	5.8	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.42	0.32	0.48	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.39	0.11	0.49	1.02
每股净资产(最新摊薄)	4.88	5.09	5.11	5.33	5.71
估值比率					
P/E	50.5	42.5	55.73	37.43	29.02
P/B	3.7	3.5	3.5	3.4	3.1
EV/EBITDA	34.2	29.6	38.5	26.3	20.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835