



动保有望迎需求增量，重视科研铸长期优势

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 养殖成本中枢下移，盈利能力修复，当前生猪价格在 12.2 元/公斤左右，处于底部盘整阶段，未来猪价预期回暖，动保需求迎来提升；2) 新版 GMP 顺利实施，行业产能或将去化三成左右，集中度进一步提升，公司产品矩阵丰富有望受益；3) 公司研发实力雄厚，疫苗及化药质量优势明显市场认可度高，未来若非瘟疫苗顺利市场化，带来市场增量，公司有望受益。
- **政府环保要求以及突发非洲猪瘟的影响下，生猪养殖行业集中度进一步提升，动保重视程度提高**，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**。我们认为当前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，整体养殖效率得到改善，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，虽然当前仍处于底部盘整阶段，但对于生猪价格预期回暖，未来生猪价值提升，养殖户盈利能力修复，对于动保产品需求增加。
- **兽药行业集中度或将进一步提升，公司产品矩阵丰富，竞争优势明显**。2020 年 6 月 1 日，新版 GMP 正式实施，明确规定于 2022 年 6 月 1 日前兽药企业需通过新版 GMP 认证，从而提高兽药行业准入门槛，淘汰落后产能，且养殖端为控制风险增强可溯源性或将减少动保产品供应商从而进一步倒逼行业集中度提升。公司产品布局猪用及禽用疫苗及化药，主要包含有猪圆环系列疫苗、猪伪狂系列疫苗、高致病性禽流感、恩诺沙星溶液、延胡索酸泰妙菌素、注射用头孢噻唑以及中兽药等等。2018 年公司和中牧股份、中信农业共同设立中普生物，拥有口蹄疫疫苗生产资质，与中国农业科学院兰州兽医研究所合作开发的猪口蹄疫（O 型+A 型）二价三组分基因工程亚单位疫苗按照计划开展临床前研究工作。
- **非洲猪瘟疫苗相关研制工作顺利推进**。农业农村部科技发展中心将非洲猪瘟疫苗研发相关项目作为重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项进行公示，当前亚单位疫苗相关研发关注度较高，随猪瘟病毒变异，其毒性逐步减弱而传染性增强，亚单位灭活苗较弱毒苗而言虽有效性不及，但安全性更高，因而推广可能性便更大，若是未来顺利市场化，则行业关注度与成长性将进一步提升，公司利用平台优势，参与推进兰研所复合亚单位疫苗研发项目，若实现商业化，则公司有望受益。
- **盈利预测与投资建议**。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.78 元、1.02 元、1.33 元，21-23 年对应动态 PE 分别为 36、27、21 倍。公司研发实力强，未来产能扩张成长空间广，当前市场估值相对合理，首次覆盖，予以“持有”评级。
- **风险提示:** 公司产能扩张不及预期；养殖端出现疫情；研发不及预期等。

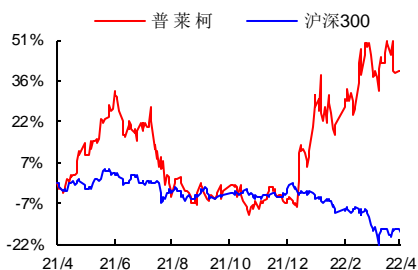
| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 928.51 | 1155.84 | 1550.98 | 2040.77 |
| 增长率 | 40.01% | 24.48% | 34.19% | 31.58% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 227.74 | 250.51 | 328.00 | 426.27 |
| 增长率 | 108.47% | 9.99% | 30.94% | 29.96% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.71 | 0.78 | 1.02 | 1.33 |
| 净资产收益率 ROE | 13.32% | 12.78% | 14.33% | 15.70% |
| PE | 39 | 36 | 27 | 21 |
| PB | 5.21 | 4.54 | 3.89 | 3.28 |

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: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 3.21 |
| 流通 A 股(亿股) | 3.21 |
| 52 周内股价区间(元) | 17.53-29.86 |
| 总市值(亿元) | 89.05 |
| 总资产(亿元) | 21.20 |
| 每股净资产(元) | 5.55 |

相关研究

目 录

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 1 公司概况：高科技动保企业 | 1 |
| 2 盈利修复促动保需求提升，非瘟疫苗或带来增量 | 2 |
| 2.1 规模养殖占比提升，盈利能力逐步修复..... | 2 |
| 2.2 行业集中度有望提升，非瘟疫苗持续研制..... | 4 |
| 3 猪苗核心产品增长显著，产品布局全面彰显优势 | 6 |
| 3.1 圆环系列亮眼，猪苗持续贡献收入..... | 6 |
| 3.2 禁抗推动化药增量，公司受益稳健发展..... | 9 |
| 4 研发持续发力，管理不断升级 | 11 |
| 4.1 重视研发创新，科技为产品根本..... | 11 |
| 4.2 优化客户结构，管理改革助推高质量发展..... | 14 |
| 5 盈利预测与估值 | 14 |
| 5.1 盈利预测..... | 14 |
| 5.2 相对估值..... | 15 |
| 6 风险提示 | 15 |

图 目 录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司 2021 年 H1 营收结构情况..... | 1 |
| 图 2: 公司 2020 年毛利润结构情况..... | 1 |
| 图 3: 2016-2021Q3 公司营业收入及增速..... | 1 |
| 图 4: 2016-2021Q3 公司归母净利润及增速..... | 1 |
| 图 5: 2019-2021 年部分上市猪企生猪出栏量 (万头) | 3 |
| 图 6: 2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量..... | 5 |
| 图 7: 非洲猪瘟病毒结构图..... | 5 |
| 图 8: 公司猪用疫苗营业收入及变化..... | 8 |
| 图 9: 公司禽用疫苗收入及变化..... | 8 |
| 图 10: 公司禽用疫苗研发进程及主要产品..... | 8 |
| 图 11: 1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量 (单位: 吨) | 10 |
| 图 12: 2015-2021 年 H1 公司化药营收及增速..... | 10 |
| 图 13: 公司部分化药制剂产品图..... | 10 |
| 图 14: 2015-2020 年公司研发投入及占比..... | 12 |
| 图 15: 2015-2020 年公司研发人员数量及占比..... | 12 |

表 目 录

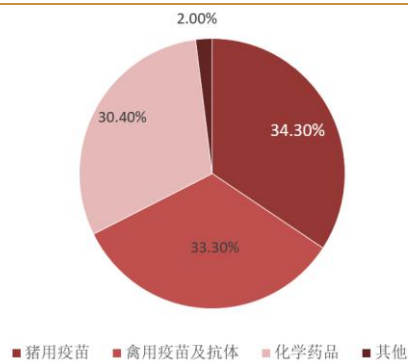
| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 畜禽养殖环保政策要求..... | 2 |
| 表 2: 兽药相关政策..... | 4 |
| 表 3: “动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项..... | 6 |
| 表 4: 公司猪用疫苗简介..... | 7 |
| 表 5: 关于“禁抗”、“限抗”相关政策..... | 9 |
| 表 6: 公司猪用疫苗简介..... | 12 |
| 表 7: 公司宠物药品主要研发项目情况..... | 13 |
| 表 8: 公司主要营销模式..... | 14 |
| 表 9: 分业务收入及毛利率..... | 15 |
| 表 10: 可比公司估值..... | 15 |
| 附表: 财务预测与估值..... | 16 |

1 公司概况：高科技动保企业

公司 2002 年注册成立于河南省，后于 2015 年在上交所成功上市，主要从事兽用生物制品、化学药品及中兽药的研发、生产、销售及相关技术转让，属国家战略性新兴产业。公司始终专注于为养殖用户和宠物主人提供优质的兽药产品和服务。公司拥有 6 个生产基地、50 余条生产线，可生产猪用、禽用共 50 余种生物制品和 200 多种化学药品，产品品类齐全。全资子公司普莱柯（南京）和参股公司中普生物分别生产高致病性禽流感疫苗和口蹄疫疫苗，公司通过不断地自主创新，已在疫苗毒（菌）株选育纯化技术、细胞克隆技术、疫苗新型佐剂、多联多价疫苗技术、基因工程疫苗技术、化学合成（半合成）药物及药物新剂型等多个技术领域形成国际、国内行业领先或先进的技术优势。

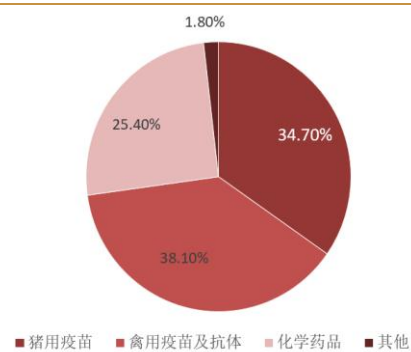
公司主营业务结构：公司主营业务结构：公司主要产品包括猪用疫苗、禽用疫苗及抗体、化学药品三类，2021 年上半年实现营业收入 5.8 亿元，三类产品收入分别为 2.0/1.9/1.8 亿元，分别占总收入的比例为 34.3%、33.3%、30.4%，相对平均。因 2021 年上半年并未披露详细毛利构成，故参考 2020 年年度数据，全年共实现毛利 6.0 亿元，三类产品分别实现毛利 2.1/2.3/1.5 亿元，分别占比 34.7%、38.1%，25.4%。

图 1：公司 2021 年 H1 营收结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

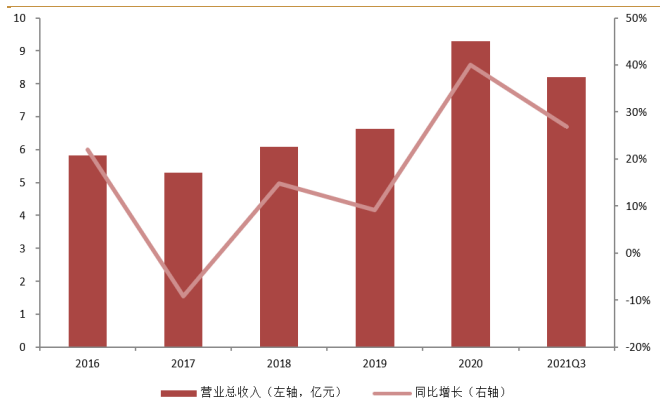
图 2：公司 2020 年毛利润结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

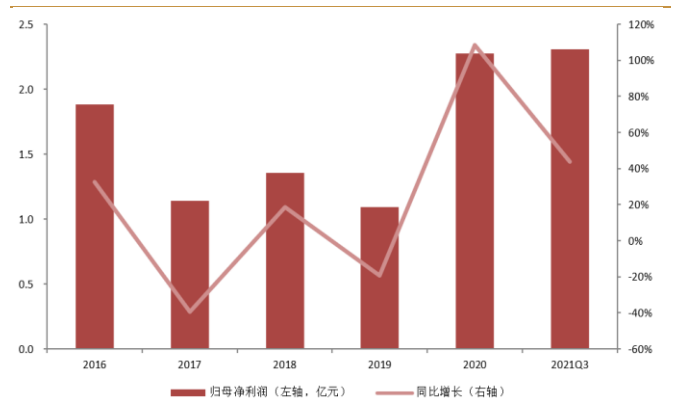
公司业绩状况：截至 2021 年三季度末，公司营业收入为 8.2 亿元，同比增长 26.8%，归母净利润为 2.3 亿元，同比增加 43.7%，期间毛利率为 38.5%。2016-2020 年，公司营业收入整体稳中有升，CAGR5 为 14.2%，2019 年业绩受到下游非洲猪瘟疫情影响，20 年下游生猪养殖业逐步恢复，从而业绩回升，长期经营向好。

图 3：2016-2021Q3 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2016-2021Q3 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 盈利修复促动保需求提升，非瘟疫苗或带来增量

2.1 规模养殖占比提升，盈利能力逐步修复

长期以来在政府对环保提高要求的背景下，结合非洲猪瘟的一次性影响，我国生猪养殖集团占比不断提升。农业农村部预计 2021 年全国生猪养殖规模化率达到 60%，比 2018 年提高约 11%，中国农业科学院北京畜牧兽医研究所研究员朱增勇表示，2020 年年出栏 500 头以上的养殖户占比达到 57%，前 20 强猪企总出栏量为 1.36 亿头，占全国出栏总量的 20.3%。

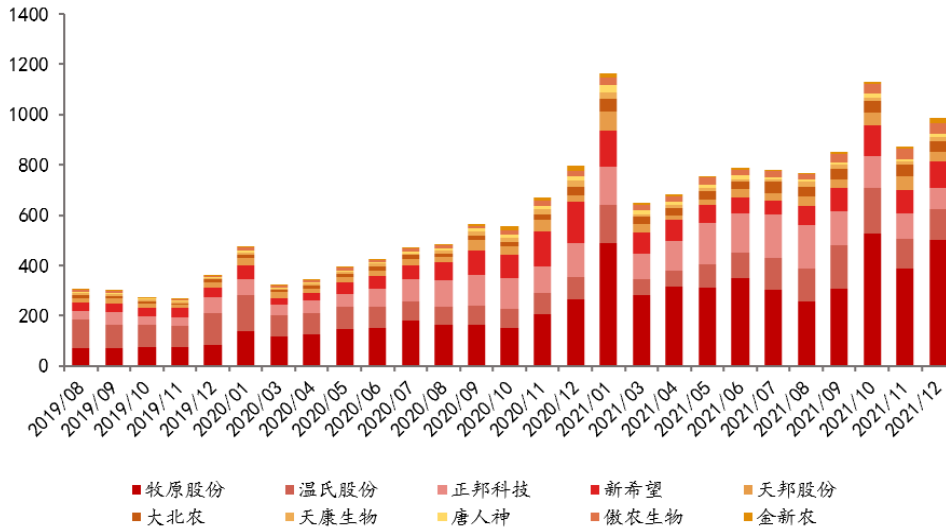
政府强调环保要求，散户养殖难以满足条件。一直以来，我国的生猪养殖行业壁垒低，参与者以散户和家庭农户为主，极度分散、养殖效率较低。按照中国每年出栏 6 亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有 12 亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。但自 2014 年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不离开市场。

表 1：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 年年底以前，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

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。

图 5：2019-2021 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

上市公司生猪出栏量不断攀升，大型养殖场出栏生猪于市场的份额逐渐扩大。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）整体生猪出栏量分别在 2019 年 8 月以及 2020 年 2 月存在下跌，可归结于非洲猪瘟、新冠疫情的影响，随后在 2019 年 11 月全国生猪与母猪存栏量上升后，12 月的生猪出栏量提升。2019 年至 2021 年，生猪出栏量较大的十家上市养殖公司占总生猪出栏量的比例有所提升，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%。**规模化养殖场更加规范，防疫重视程度高，动物保健产品需求随之增长。**根据上市公司年报，不同的大型养猪场防疫费用占直接成本比例波动幅度较小，在 5%-10% 之间，在政府支持猪类养殖产业规模化的背景下，猪类健康更有保证，整体医疗防疫费用有所提升，猪用动物保健产品需求增加。

本轮生猪周期较以往有所不同，受非洲猪瘟疫情的影响各项指标波动相对剧烈，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。生猪养殖成本随死淘率、仔猪成本等因素而升高，**在此基础之上我们认为动保行业业绩核心影响因素因非洲猪瘟而一次性转变为盈利能力的修复，其所带来的正面影响将大于生猪数量的调整。**随能繁母猪结构调整，优质品种提高，生猪健仔率提升，仔猪成本有效控制，成本将逐步修复至非瘟前水平，且 21 年三季度为生猪价格最低点，虽然当前猪价仍处于底部盘整阶段，但预期回暖，动保需求有望提升。**从长期来看**，在生猪养殖发展的过程中，支撑养殖企业快速发展的条件应明确资金不再是行业唯一的门槛，成本的管控以及对待疫病科学的防治态度将与之共同作用，成为优秀高效养殖企业的衡量标准，防疫观念的增强将进一步推动动保产品需求增长。

2.2 行业集中度有望提升，非瘟疫苗持续研制

兽药生产质量受国家高度重视，多项政策加强管理促进行业转型升级，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，明确规定于 2022 年 6 月 1 日前兽药企业需通过新版 GMP 认证，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相关产品的生物安全性有待提高等问题。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，产品质量将会提高，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和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，从粗放低效走向规范集约。于 2021 年 3 月 17 日发布了《兽用生物制品经营管理暂行办法》（修订版），进一步规范了疫苗生产、经营各参与主体的行为，为重大疫病防控、兽药行业未来健康快速发展提供又一重要保障。行业集中度不断提升，大企业市场份额扩张，叠加下游选择，头部兽药公司市场占有率将进一步提高。

表 2：兽药相关政策

| 时间 | 政策 | 相关内容 |
|---------|------------------------------------|---|
| 2015.07 | 《全国兽药（抗菌药）综合治理五年行动方案（2015—2019 年）》 | 集中清缴非法兽用抗菌药。集中时间，集中力量，对兽药生产、经营和使用环节实施拉网式检查，将兽药市场产品与兽药生产企业名录进行认真核对，坚决查处无证企业生产的兽用抗菌药；加强兽用抗菌药生产环节监管。建立健全日常巡查、监督检查、飞行检查等制度，多层次、多形式开展日常监管工作，确保兽药 GMP 制度和兽用处方药管理制度落实到位。 |
| 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”国家食品安全规划》 | 农业污染源得到有效治理，主要农产品质量安全监测总体合格率达到 97% 以上；食品安全现场检查全面加强，对食品生产经营者每年至少检查 1 次；食品安全标准更加完善，产品标准覆盖所有日常消费食品，限量标准覆盖所有批准使用的农药兽药和相关农产品；食品安全监管和技术支撑能力得到明显提升。 |
| 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和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。 |
| 2020.02 | 《2020 年畜牧兽医工作要点》 | 强化饲料兽药质量安全监管。实施“双随机、一公开”饲料质量安全监督抽检，落实饲料质 |

| 时间 | 政策 | 相关内容 |
|----|----|--|
| | | 量安全管理规范。加强养殖环节自配料生产和使用管理。开展饲料产品非法添加专项整治行动, 实施兽药质量监督抽检和市场整治, 严厉打击饲料环节非法添加药物和违禁物质、销售假劣兽药等违法行为。强化饲料质量安全风险预警监测, 以牛羊为重点开展养殖环节“瘦肉精”专项整治。严格实施兽药非临床研究、临床试验、生产经营等质量管理规范。实现兽药生产、经销单位全覆盖追溯, 加快推进兽药使用环节追溯。 |

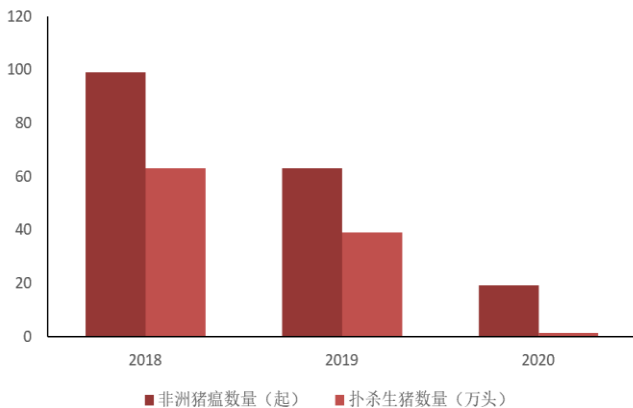
数据来源: 农业农村部公告, 西南证券整理

养殖规模化以及养殖环境的改变将促使动保行业集中度进一步提升。非洲猪瘟病毒发生多次变异, 当下形成“带毒养殖”的局面, 养殖户需严格防范染病风险, 对防疫的需求增加; 农村农业部 2020 年要求禁止在饲料端添加促生长类抗生素, 生猪抵抗力受到影响, 二者协同带动兽药需求增长。另一方面, 下游养殖企业正处于持续性规模化趋势当中, 养殖效率成为养殖企业核心关注要素, 规模养殖密度高、染病风险大, 养殖端对产品质量重视程度提高, 并强调产品可溯源性, 供应商数量有望减少, 产品力强的头部企业受益明显。兽药行业集中度不断提升, 头部企业拥有安全性、可溯源性强, 迎来增长机遇。

非洲猪瘟病毒于我国不断演绎的过程中, 致死性减弱, 传染性增强。1921 年非洲猪瘟首次出现在肯尼亚, 是一种高致死性传染病。2017 年该病毒传入俄罗斯, 2018 年 8 月首次出现在中国并在一个月时间内蔓延到全国各地。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高, 几乎达到 100%, 目前还没有可用于预防和治疗的疫苗, 因此对防控工作要求很高。按照中国大陆相关法律法规, 当确认非洲猪瘟的案例时, 一般进行三项措施: 扑杀、无害化处理、疫区建立与管理。

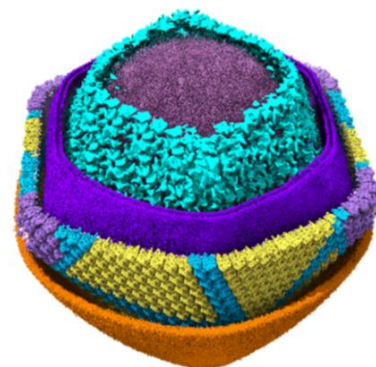
根据农业农村部的数据显示, 2018-2020 年全国共发生非洲猪瘟 99、63、19 起, 共计扑杀生猪 63、39、1.4 万头, 发生数量以及扑杀数量的减少主要是归功于防疫力度以及重视程度的提升, 但与毒株的演绎也有不可分割的关系。中国农业科学院哈尔滨兽医研究所国家非洲猪瘟专业实验室表示, 2020 年在对黑龙江、吉林、辽宁、山西、内蒙古、河北和湖北等省的农场和屠宰场的为期 6 个月的检测中, 收集到 3660 个样本, 发现并分离出 22 株流行毒株, 由特征判断是 II 型非洲猪瘟, 属于低致死率的自然变异流行株。非洲猪瘟病毒向流行性方向发展, 出现非瘟弱毒株, 弱毒株毒性降低但感染几率成倍增加, 且其潜伏期可高达 30 天或更久, 不易检测, 发病猪场更难发现、难根除、难控制。

图 6: 2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量



数据来源: 农业农村部, 西南证券整理

图 7: 非洲猪瘟病毒结构图



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

非洲猪瘟疫苗研发或有新进展。2021年12月20日农业农村部科技发展中心关于国家重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项2021年度揭榜挂帅项目安排进行了公示,4个项目中包含有非洲猪瘟基因缺失疫苗研发、非洲猪瘟亚单位疫苗研发、非洲猪瘟活载体疫苗研发,亚单位疫苗相较于基因缺失弱病毒苗在有效性上可能会有所不及,但安全性相对更高,相关研发工作正处于推进中,结合当前非瘟弱毒株流行性强的特点未来推广可能性更高,若顺利达成市场化则动保板块市场规模扩张,成长性进一步增强。普莱柯进行前沿布局,若非瘟疫苗能顺利量产推广,公司作为研发合作企业有望取得生产资质,新的单品或将促进公司迎来业绩进一步增量。

表 3：“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项

| 项目名称 | 项目牵头单位 | 项目实施周期(年) |
|---------------------|---------------------|-----------|
| 畜禽冠状病毒的遗传变异、致病与免疫机制 | 华中农业大学 | 3 |
| 非洲猪瘟基因缺失疫苗研发 | 中国农业科学院北京畜牧兽医研究所 | 3 |
| 非洲猪瘟亚单位疫苗研发 | 中国农业科学院兰州兽医研究所 | 3 |
| 非洲猪瘟活载体疫苗研发 | 军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所 | 3 |

数据来源：农业农村部，西南证券整理

3 猪苗核心产品增长显著，产品布局全面彰显优势

3.1 圆环系列亮眼，猪苗持续贡献收入

公司猪圆环系列疫苗产品优势明。普莱柯生物作为国内首家圆环病毒疫苗上市企业,率先在国内建立了圆环病毒灭活苗生产新标准。2010年9月27日,公司国内第一个猪圆环病毒灭活疫苗“圆健”上市,经过市场临床应用和检验,多次生产工艺的优化和升级,圆健的高品质给农场带来更加明显、确切的使用效果,对预防和控制农场猪圆环病毒病起到了关键性的作用。2017年11月19日,普莱柯猪圆环病毒2型基因工程亚单位疫苗(大肠杆菌源)“圆柯欣”上市,这款产品可:1)提高大肠杆菌表达蛋白的可溶性;2)确保表达蛋白能代表当前流行毒株的相关序列,以使得疫苗有较好的保护效果;3)提高表达蛋白的纯度,促使蛋白能合理组装成与圆环病毒构象一致的病毒样颗粒,从结构、功能、形态上都能最大限度地模仿全病毒的外壳,并且在温和的环境中不出现变性;4)确保所有生产过程能放大、可重复,适应于标准化、规模化生产。上市以来,该产品销量表现亮眼,2018年该产品销量达到703万头份,同比增长1162%。2020年2月9日,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)“圆副”上市。2020年猪圆环系列疫苗产品实现销售超4,000万头份。

除猪圆环疫苗外,伪狂犬疫苗、口蹄疫疫苗同样有所布局。2018年公司研发的猪伪狂犬gE基因缺失灭活疫苗(流行株)系国内首创,其主要特点在于:1)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。公司目前仍有丰富的伪狂犬系列疫苗研发项目,预期未来将推出更多优化升级的新品,市场空间广阔。**口蹄疫疫苗方面,**公司于2018年联合中牧股份、中信农业共同设立中普生物,拥有口蹄疫疫

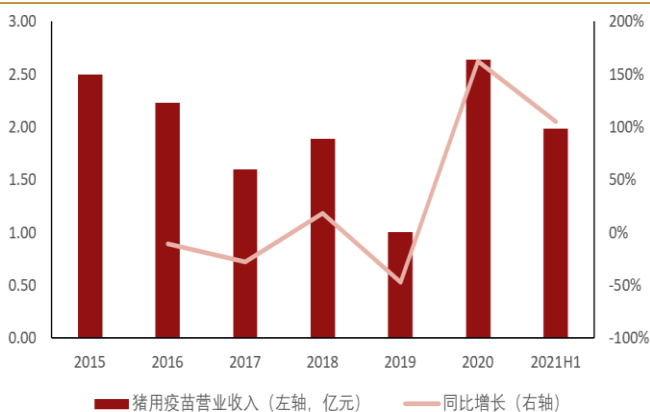
苗生产资质，口蹄疫为当前市场上猪用生物制品市场规模最大的单一产品，且截至 2021 年上半年公司与中国农业科学院兰州兽医研究所合作开发的猪口蹄疫（O 型+A 型）二价三组分基因工程亚单位疫苗，积极推进临床试验申请的准备工作。

表 4：公司猪用疫苗简介

| | 名称 | 通用名称 | 作用与用途 | 产品图片 |
|--------|-----|--|--|---|
| 猪用活疫苗 | 稳柯健 | 猪瘟活疫苗(传代细胞源) | 用于预防猪瘟。断奶后无母源抗体仔猪的免疫期为 12 个月。 |  |
| 猪用活疫苗 | - | 高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗 (JXA1-R 株) | 用于预防高致病性猪繁殖与呼吸综合征(即高致病性猪蓝耳病)。免疫期为 4 个月。 |  |
| 猪用活疫苗 | 普宁 | 伪狂犬病活疫苗(Bartha-K61 株) | 用于预防猪、牛和绵羊伪狂犬病。接种后第六日产生免疫力，免疫期为 12 个月。 |  |
| 猪用灭活疫苗 | 圆健 | 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗(SH 株) | 用于预防由猪圆环病毒 2 型感染引起的疾病。免疫期为 4 个月。 |  |
| 猪用灭活疫苗 | 圆副 | 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) | 用于预防猪圆环病毒病和副猪嗜血杆菌 4 型、5 型引起的副猪嗜血杆菌病。免疫期为 4 个月。 |  |
| 猪用灭活疫苗 | 富宁 | 副猪嗜血杆菌二价灭活疫苗(4 型 JS 株+5 型 ZJ 株) | 用于预防由血清 4 型和血清 5 型副猪嗜血杆菌引起的副猪嗜血杆菌病。免疫期为 6 个月。 |  |
| 猪用灭活疫苗 | 圆柯欣 | 猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗 (大肠杆菌源) | 用于预防由猪圆环病毒 2 型感染引起的疾病。免疫期为 4 个月。 |  |
| 猪用灭活疫苗 | 普伪净 | 猪伪狂犬病灭活疫苗(HN1201-OgE 株) | 用于预防猪伪狂犬病。免疫期为 4 个月。 |  |
| 猪用灭活疫苗 | 柯喘宁 | 猪支原体肺炎灭活疫苗(HN0613 株) | 用于预防猪支原体肺炎。免疫期为 6 个月。 |  |

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司猪用疫苗产品厚积薄发，持续增长。受益于生猪产能快速恢复及丰富的产品储备，2021 年上半年公司猪用疫苗产品实现营收 2 亿元，同比增长 104.9%。近年公司猪用疫苗产品持续发力，2021 年上半年公司猪用疫苗体量已超过禽用疫苗，贡献 34.3% 的营业收入和 34.6% 的毛利。同时，公司加大市场推广力度，集团客户开发取得明显成效，猪苗大单品持续放量，其中猪圆支二联灭活疫苗、猪圆环基因工程亚单位疫苗等产品销售收入均实现了同比翻倍增长，猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗(流行株)销售收入实现了同比翻两倍增长。

图 8：公司猪用疫苗营业收入及变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司禽用疫苗收入及变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在禽苗领域经验丰富，此前受禽业养殖景气度影响，公司相关业务收入增速放缓，当前黄羽鸡产能回落，养殖景气度回升，公司相关业务增速有望提高。2021 年上半年公司禽用疫苗产品收入 1.9 亿，同比增长 6.3%。公司注重研发推出多款基因工程疫苗以及联苗，2006 年研制出鸡新支流(H9)三联灭活疫苗，产品实现一针三防，取得了良好的经济和社会效益。2016 年公司推出“鸡新支流(Re-9 株)基因工程三联灭活疫苗”为国内首创，抗原保护谱广、抗体水平高、免疫保护期长；2020 年公司通过充分发挥系列禽用基因工程联苗优势，禽用疫苗及抗体业务销售收入较上年增长 15.7%，达到 3.6 亿元，2021 年上半年，公司其他禽苗产品也实现了超预期的销售业绩，鸡传染性法氏囊基因工程亚单位产品（三联、四联）合计销售收入实现 20% 以上的增长，远超同期禽用疫苗整体增幅。

图 10：公司禽用疫苗研发进程及主要产品


数据来源：公司公告，西南证券整理

高致病性禽流感方面，2019 年公司收购南京梅里亚并改名为南京普莱柯，从而获得 H5+H7 疫苗产品的生产资质，2020 年普莱柯（南京）顺利通过国家生物安全三级防护标准验收，并取得兽药 GMP 证书和兽药产品生产批准文号。截止 2021 年半年报，公司与中国农业科学院哈尔滨兽医研究所合作的高致病性禽流感（H5+H7 亚型）二价三组分基因工程亚

单位疫苗项目已提交了临床实验申请并获得受理。2021年11月公司非公开发行募集不超过9亿元，其中4亿将投入至普莱柯南京兽用灭活疫苗生产项目，目标为建设年产20亿毫升灭活疫苗生产线及高标准建成全球首个高致病性禽流感亚单位疫苗生产基地。该项目有助于突破高致病性禽流感疫苗产能瓶颈，为长远的成长与发展提供支持。

3.2 禁抗推动化药增量，公司受益稳健发展

国家有关饲料端“禁抗”，养殖端“减抗、限抗”的政策，促进兽用化药行业转型升级。

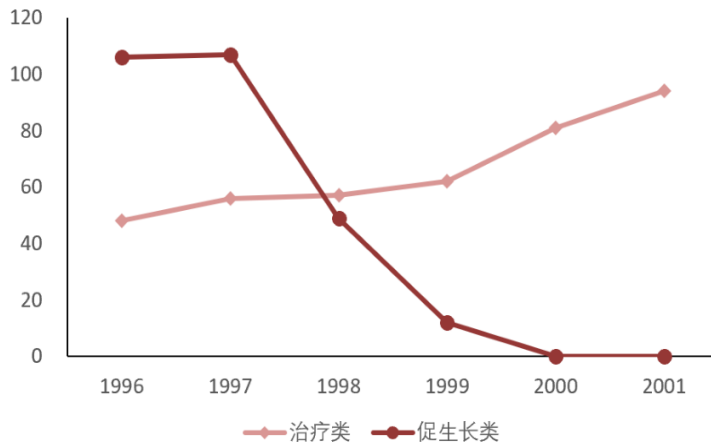
抗生素类饲料添加剂，不仅拥有治疗和预防疾病的作用，也可用于促进禽畜生长，长期以来在养殖业中得到广泛应用。但环境中耐药菌逐渐增多，并且残留在畜禽产品中的抗生素有可能使人产生过敏等反应，人类病原体会对抗生素产生耐受性从而导致医治难度加大。国家出台一系列工作计划，保证促生长类抗菌药物饲料添加剂“退出”历史舞台。农业农村部246号文件中指出，自2020年1月1日起，废止15种仅有促生长用途的药物饲料添加剂等品种质量标准，其中包括土霉素、亚甲基水杨酸杆菌肽、那西肽、杆菌肽锌、恩拉霉素、喹烯酮、黄霉素、维吉尼亚霉素的相关产品，其使用的方式与计量决定了发挥促进生长类作用或是起治疗疾病的效果，例如土霉素预混剂，如需促生长则每100斤饲料，对仔猪投入25-30g，中、大猪投入30-50g，禽类投入25-50g；若需防病则每100斤饲料对猪投入100-175g，禽类投入70-125g。因部分抗生素类饲料添加剂被禁用，未来养殖户为保证饲养效率将采用多种替抗方案来促进促进畜禽生长。

表 5：关于“禁抗”、“限抗”相关政策

| 时间节点 | 工作内容 |
|-----------|---|
| 2020年1月以前 | 修订“既有促进生长又有防治作用”品种的质量标准，仅保留防治用途。改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式；不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号。 |
| 2020年1月起 | 退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口；注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至2020年6月30日。 |
| 2020年7月起 | 饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料 |
| 2020年8月起 | 将养殖者自行配制饲料纳入饲料管理体系，对养殖者生产自配料时的原料、添加剂和兽药等使用提出明确要求。 |

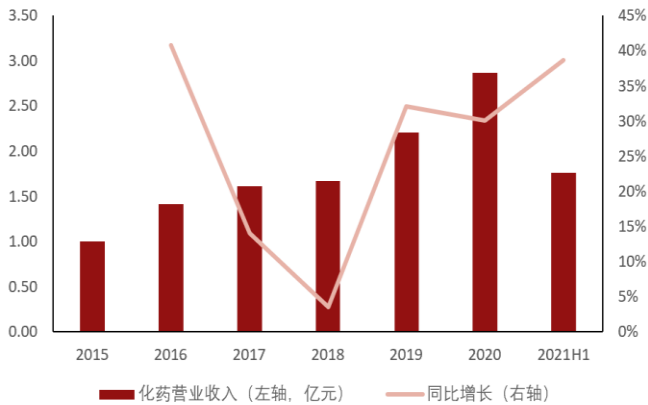
数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

参考欧盟禁抗经验，治疗用抗生素使用量有望在禁抗后迎来提升。在实施禁抗的初期，瑞典生猪平均日增重下降，体重50-250磅阶段的饲料转换率降低1.5%，仔猪死亡率高于1.5%，母猪产仔数减少4.8%，养殖户将断奶日龄延后一周；丹麦的养殖户同样面临了仔猪阶段的死亡率上升以及日增重降低的问题，在1996-2001年期间，抗生素总体用量变化由154吨有效控制至94吨，但在此期间治疗类抗生素整体稳步上升，以有效成分计算其总量从48吨上涨到94吨。由此我们认为禁抗并不是一蹴而就，在过程中不仅需要养殖场设施设备进行升级，而且在疾病发生时需要及时进行现场诊断并合理用药，保证科学的免疫程序。

图 11: 1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量 (单位: 吨)


数据来源: DANMAP2000(DVI2001); DANMAP2001(DVI2002), 西南证券整理

公司化药产品优质, 随着禁抗令顺利推行在行业集中度不断提升的过程中, 有望发挥优势, 提升市场占有率。截止 2021 年三季度末, 公司化药业务营收 2.3 亿元, 同比增长 17.4%。公司主要产品包含有奇诺 (主要成分为恩诺沙星溶液, 混入水中饮用, 针对鸡细菌疾病和支原体感染)、求速安 (主要成分为盐酸氨丙啉乙氧酰胺苯甲酯磺胺喹噁啉可溶性粉, 混入水中饮用, 对鸡的各种球虫均有作用)、呼利欣 (主要成分为延胡索酸泰妙菌素可溶性粉, 混水饮用, 用于鸡慢性呼吸道病、猪支原体肺病、猪放线杆菌胸膜肺炎, 也用于赤痢和回肠炎)、五加芪口服液 (混饮, 补中益气, 增强鸡对病毒灭活疫苗的免疫应答)、速克 (注射用头孢噻唑, 主要用于猪细菌性呼吸道感染、鸡的大肠埃希菌、沙门氏菌感染) 等。

图 12: 2015-2021 年 H1 公司化药营收及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 公司部分化药制剂产品图


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

新兽药的研发持续投入未来或将为公司业绩提供新的增长。鸡大肠杆菌病是导致鸡腹泻的主要原因, 对我国养禽业造成了严重的危害, 中兽医学认为鸡大肠杆菌病多表现为湿热型泄泻证。为治疗鸡大肠杆菌病, 同时响应农业农村部开展兽用抗菌药使用减量行动号召, 公司基于《伤寒论》经典方剂“葛根芩连汤”, 依据中兽医基础理论, 充分考虑养殖市场需求, 经科学的处方筛选, 成功开发出双葛止泻颗粒新兽药。该产品于 2019 年 7 月向河南省畜牧局提交临床试验申请, 经后续临床试验、新兽药注册等阶段, 农业农村部于 2022 年 2 月 21 日公告核发新兽药注册证书, 截至目前该项目累计投入研发费用 226.09 万元。本产品

选用地道药材，采用现代提取、纯化及制剂工艺，具有质量可控、安全有效、无药物残留、不易产生耐药性的特点。截至目前，公司从公开渠道未能查询到市场上流通的同类产品的销售情况及具体市场份额。该新兽药证书的取得是公司持续重视科技创新、加大研发投入的结果，进一步体现了公司的创新实力，丰富了公司的产品结构。该产品的成功研制，在治疗鸡大肠杆菌类湿热泄泻相关疾病方面具有广阔的应用前景，将会为公司业绩增长带来积极的影响。

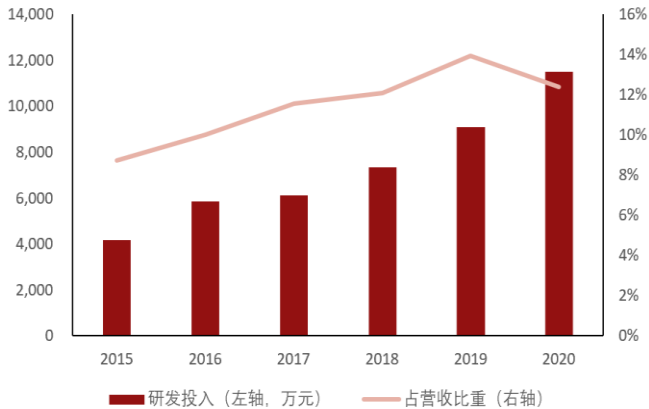
4 研发持续发力，管理不断升级

4.1 重视研发创新，科技为产品根本

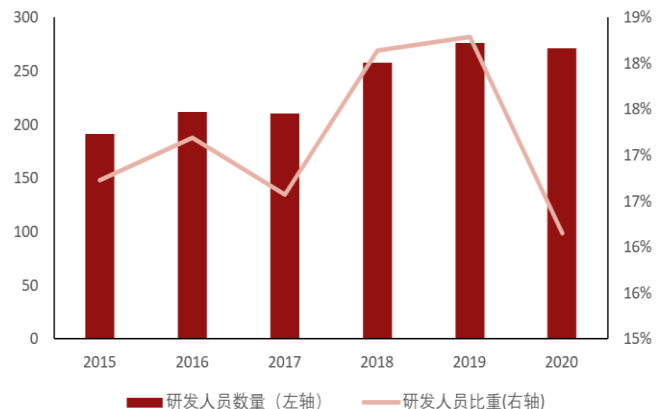
研发模式上，公司自主与联合双向重视，坚持“创新成就未来”的发展理念，形成了以自主研发为主、联合研发为辅的研发模式。引入集成产品开发（IPD）模式，构建产品开发公用模块，通过跨系统、跨团队的研发协同，建立了基于市场需求和竞争分析的快速、高效的产品研发体系。在坚持自主创新的同时，公司先后与中国科学院微生物所、中国农业科学院哈尔滨兽医研究所、中国动物疫病预防控制中心、中国农业大学等多家知名院所开展广泛的产学研合作，积极开展集成创新，为提升兽药产业整体技术进步，推动我国畜牧业健康发展提供技术支撑。针对行业重大动物疫病、影响产业未来发展的重大关键技术，公司开展了持续不断的自主创新；对于公司目前尚不完全具备条件开展的重要项目，公司联合国内外兽药领域一流的研发机构进行合作开发，持续积累科技创新方面的领先优势。经科技部批准，依托普莱柯公司组建的国家兽用药品工程技术研究中心，下设动物疫苗、生物工程、动物药品研究所和科研管理部、知识产权部等技术管理部门，拥有实验室研究、中试及生产放大研究、动物实验研究、质量控制研究等配套支持系统。中心紧盯前沿科技，致力于兽用生物制品、化学药物、高新制剂和中兽药的研究与开发。公司拥有国家兽用药品工程技术研究中心、国家级企业技术中心、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三个国家级研发平台，技术研发团队 260 余人，形成了以国务院特殊津贴专家牵头主持、具有国际化视野的博士为课题负责人、资深行业技术专家与硕士为主体的研发团队。

公司投入大量的研发资源用于攻克非洲猪瘟疫苗研制这一世界性难题。公司承担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，充分发挥公司基因工程亚单位疫苗研发优势，成功研究筛选出一批具有良好免疫原性的候选抗原蛋白。公司协同中国农业科学院哈尔滨兽医研究所进行非洲猪瘟基因缺失活疫苗（HLJ/18-7GD 株）研发工作，同时与中国农业科学院兰州兽医研究所开展技术开发合作，致力于创制非洲猪瘟复合亚单位疫苗。

公司始终坚持创新驱动发展战略，聚焦新发及危害畜牧业健康发展的重要动物疫病防控，持续开展新型疫苗的开发。2020 年公司研发投入共计 1.1 亿元，比上年增长 26.5%，占营业收入的比重达 12.4%，有效保证了各项研发工作的顺利开展。重点在研猪用疫苗方面，公司与中国农业科学院兰州兽医研究所合作开发的猪口蹄疫（O 型+A 型）二价三组分基因工程亚单位疫苗，已基本完成申报临床试验的准备工作。圆环（亚单位）-支原体二联灭活疫苗（一针型）、猪伪狂犬活疫苗（流行毒株）、猪塞内卡谷病毒灭活疫苗项目进入新兽药注册阶段。在多个优势单品的带动下，公司猪苗市占率稳步上升，目前已处于行业前列，随着后续新品的推出有望进一步提升市占率。

图 14：2015-2020 年公司研发投入及占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2015-2020 年公司研发人员数量及占比


数据来源：公司官网，西南证券整理

禽苗研发方面同样备受重视，公司与中国农业科学院哈尔滨兽医研究所合作开发的高致病性禽流感（H5+H7 亚型）基因工程亚单位疫苗已经提交临床试验申请。含有多个亚单位组分的禽腺病毒（Fiber-2 蛋白）系列联苗（四联、五联）已完成临床试验，有望成为行业内首个获批上市的禽腺病毒亚单位灭活疫苗，在满足养禽业迫切需求的同时引领行业产品技术升级，也将推动公司持续获得非强免疫类禽用疫苗产品更大的市场份额。

表 6：公司猪用疫苗简介

| 项目类别 | 研发项目(含一致性评价项目) | 作用与用途 | 研发(注册)所处阶段 | 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 |
|--------------------|---|----------------------------------|------------|------------|---------|--------------|
| 鸡高致病性禽流感疫苗 | 禽流感重组火鸡疱疹病毒载体活疫苗(H5 亚型,rHVT-HA 株) | 用于预防鸡高致病性禽流感 | 临床前研究 | 543.29 | 0 | 1 |
| 疫苗系列产品 | 禽流感(H5+H7)重组杆状病毒载体三价灭活疫苗(rBH5-11 株+rBH5-12 株+rBH7-2 株) | 用于预防鸡高致病性禽流感 | 临床前研究 | 350.72 | 0 | 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 | 用于预防鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 | 注册阶段 | 414.68 | 2 | 0 |
| | 鸡新城疫(基因型 VII 型)、禽流感(H9 亚型)二联灭活疫苗 | 用于预防鸡新城疫、禽流感 | 注册阶段 | 405.6 | 3 | 1 |
| | 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 | 用于预防鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感、传染性法氏囊病 | 注册阶段 | 403.59 | 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) | 用于预防鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感、禽腺病毒病 | 临床前研究 | 153.48 | 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) | 用于预防鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感、禽腺病毒病 | 临床试验 | 184.73 | 1 | 0 |
| | 鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感(H9 亚型)、减蛋综合征、禽腺病毒(I 群, 4 型)五联灭活疫苗(N7a 株+M41 株+HF 株+tFiber 蛋白+Fiber-2 蛋白) | 用于预防鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感、减蛋综合征、禽腺病毒病 | 临床试验 | 75.05 | 1 | 0 |

| 项目类别 | 研发项目(含一致性评价项目) | 作用与用途 | 研发(注册)所处阶段 | 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 |
|------|--|-----------------------------------|------------|------------|---------|--------------|
| | 鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感(H9亚型)、传染性法氏囊病、禽腺病毒、禽腺病毒(1群, 4型)五联灭活疫苗(N7a株+M41株+HF株+rVP2蛋白+Fiber-2蛋白) | 用于预防鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感、传染性法氏囊病、禽腺病毒 | 临床试验 | 72.79 | 1 | 0 |

数据来源：公司官网，西南证券整理

宠物市场当前仍处于发展初期，公司积极布局，针对危害较大、致死率较高的犬猫传染病开发的犬瘟热、犬细小二联活疫苗(DP)已基本完成临床试验，正在准备申报新兽药注册；首个国产、高效的体外驱虫药复方非泼罗尼滴剂的生产批准文号申报工作有序推进；经过十余年公司自主研发的大环内酯类新结构药物莱柯霉素取得了国际发明专利，目前已开展了药理、毒理等临床前研究工作；在生产线上完成兽药GMP验收的基础上，用于宠物笼舍等空间洗消的过硫酸氢钾复合盐泡腾片和治疗犬、猫耳炎的氟苯尼考甲硝唑滴耳液已取得产品批准文号，即将上市销售。2021年公司成立惠中动保，构建了宠物生态核心管理团队，通过推动销售团队和销售渠道建设，为抢抓宠物药品快速发展机遇期做好准备和支撑。宠物药品营销团队已基本完成组建，在综合考虑宠业医药市场格局、产品特征等因素的基础上对产品进行了科学、有效的分类定位，积极探索宠物医院等专业渠道教育和线上旗舰店宣传相结合的营销策略，为顺利实现公司宠物产品的上市销售夯实基础。

表 7：公司宠物药品主要研发项目情况

| 项目类别 | 研发项目(含一致性评价项目) | 作用与用途 | 研发(注册)所处阶段 | 累计研发投入(万元) | 已申报的厂家数量 | 已批准的国产仿制厂家数量 |
|-----------------|--------------------------------|--------------------------------------|------------|------------|----------|--------------|
| 犬用疫苗产品系列 | 犬瘟热、细小病毒病、传染性肝炎、副流感四联活疫苗 | 用于预防犬瘟热细小病毒病、传染性肝炎、副流感 | 临床前研究 | / | 1 | 0 |
| | 犬瘟热、犬细小二联活疫苗 | 用于预防犬瘟热、犬细小病 | 临床前研究 | 279.72 | 1 | 1 |
| 猫用疫苗产品系列 | 猫泛白细胞减少症、嵌杯病毒病、鼻气管炎三联灭活疫苗 | 用于预防猫泛白细胞减少症、嵌杯病毒病、鼻气管炎 | 临床前研究 | / | 0 | 0 |
| | 猫泛白细胞减少症、嵌杯病毒病、鼻气管炎三联活疫苗 | 用于预防猫泛白细胞减少症、嵌杯病毒病、鼻气管炎 | 临床前研究 | / | 0 | 0 |
| 兔病毒性出血症系列产品 | 包含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 | 用于预防兔病毒性出血症(兔瘟)、兔多杀性巴氏杆菌和兔产气荚膜梭菌(A型) | 注册阶段 | 476.07 | 1 | 2 |
| 水貂犬瘟热 | 水貂犬瘟热活疫苗(QN-1株) | 用于预防水貂犬瘟热病 | 注册阶段 | 407.12 | 3 | 1 |
| 水貂细小病毒 | 水貂细小亚单位苗(杆状病毒源) | 用于预防犬病毒性肠炎 | 注册阶段 | 1269.14 | 2 | 0 |
| 犬呼吸道感染、支原体感染用产品 | 莱柯霉素 | 用于犬细菌性呼吸道疾病和支原体感染治疗 | 临床前研究 | 888.4 | 0 | 0 |
| 宠物用抗感染类产品 | 替米沙坦口服溶液 | 用于宠物抗感染 | 新兽药注册阶段 | 75.13 | 0 | 0 |
| 宠物驱虫类产品 | 复方非泼罗尼滴剂 | 用于宠物驱虫使用 | 新兽药注册阶段 | 393.43 | 0 | 0 |
| 宠物皮肤病产品 | 利拉茶酯擦剂 | 用于宠物皮肤真菌感染治疗 | 临床试验 | 126.49 | 0 | 0 |
| 宠物抗感染类产品 | 头孢泊肟酯片 | 用于宠物抗感染 | 临床试验 | 47.79 | 0 | 0 |

数据来源：公司年报，西南证券整理

4.2 优化客户结构，管理改革助推高质量发展

公司同步直销与经销双管齐下，重视发展升级。公司主要采用的销售模式分为直销、经销、政府采购三种：经销主要针对养殖规模相对较小但数量占较大比例的中小养殖户，公司整合经销商的销售网络资源优势进行产品销售；直销则面向规模化程度较高的大中型客户，公司通过产品营销、技术营销、服务营销相结合的方式组合销售。对于部分列入强制免疫计划的产品，则采用政府采购模式进行销售，根据省、市、县级兽医防疫机构发布的招标信息，公司进行投标活动，并将中标产品销往防疫部门指定地点。

公司拥有强大的产品销售网络，形成自身市场优势。公司和经销商形成紧密的战略合作关系，经销商认同公司的发展理念、品牌策略，公司以技术创新、产品创新、服务创新赋能经销商，公司销售服务团队和经销商自建团队形成良好协同和有效衔接，共同推动公司的市场营销工作。公司高度重视“大单品”和“大客户”销售策略的落实与执行，持续整合公司产品优势、技术优势、资源优势，强化以市场为导向、以客户为中心的服务体系建设，统筹管理公司客户关系资源，统一养殖集团客户开发目标和行动。持续完善营销管理体系建设，建立营销各模块管理的标准化、流程化、规范化、数字化，明确考核机制、激励机制，科学激励、有效约束，激发团队的积极性；重规范，强执行，提升营销管理效率。加强市场研究、竞品分析、产品方案设计，根据不同的市场制定针对性的营销策略，提高市场营销策划能力。

表 8：公司主要营销模式

| 销售模式 | 产品 | 主要产品类型 |
|------|--------------|---------------------------|
| 经销商 | 各地经销商 | 猪和禽疫病防控生物制品、化学药品 |
| 直销 | 大型养殖集团、养殖场 | 猪和禽疫病防控生物制品、化学药品 |
| 政策采购 | 省、市和县级兽医防疫机构 | 一般为高致病性猪蓝耳病活疫苗和灭活疫苗、猪瘟活疫苗 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

围绕着公司的发展目标，建立符合公司发展的管理体系与组织运营机制，在平台体系建设与组织变革方面：重视流程设计，加强过程控制，明确绩效考核、薪酬体系和激励机制，实现文化和价值观统一；在信息化建设方面：完成 SAP 系统成功上线运行，择机推进 CRM、采购管理体系，全面实现管理的标准化、流程化，实现管理的全面升级，赋能公司经营发展；在人力资源管理方面：制定人力资源五年计划，构建完善的人力资源管理体系，建立客观公正的价值评价考核激励机制，为公司战略规划和经营目标实现提供人才保障。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1：根据现有生猪与家禽存栏量情况以及市场价格对景气度的影响，预计 2021-2023 年公司猪用疫苗销量增速为 40%/60%/50%，对应毛利率分别为 78%/78.5%/78.5%，预计 2021-2023 年禽用疫苗及抗体销量增速为 10%/11%/10%，对应毛利率为 64%/64%/64%。

假设 2：公司发展化药板块，结合当前市场对于疫病防治的需求，考虑 21 年原料药价格以及节能环保等措施的影响，预计 2021-2023 年相关产品销量增速为 30%/35%/30%，对应毛利率分别为 50%/53%/53%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|-----|---------|----------|----------|----------|
| 猪用疫苗 | 收入 | 263.46 | 368.84 | 590.15 | 885.23 |
| | 增速 | 162.57% | 40.00% | 60.00% | 50.00% |
| | 毛利率 | 78.33% | 78.00% | 78.50% | 78.50% |
| 禽用疫苗及抗体 | 收入 | 356.91 | 392.60 | 435.79 | 479.37 |
| | 增速 | 15.70% | 10.00% | 11.00% | 10.00% |
| | 毛利率 | 63.64% | 64% | 64.00% | 64.00% |
| 化药 | 收入 | 286.39 | 372.31 | 502.61 | 653.40 |
| | 增速 | 30.07% | 30.00% | 35.00% | 30.00% |
| | 毛利率 | 52.80% | 50.00% | 53.00% | 53.00% |
| 技术许可或转让 | 收入 | 10.65 | 10.65 | 10.65 | 10.65 |
| | 增速 | -54.76% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 其他 | 收入 | 11.10 | 11.43 | 11.78 | 12.13 |
| | 增速 | 4.13% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| | 毛利率 | 16.94% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 合计 | 收入 | 928.51 | 1,155.84 | 1,550.98 | 2,040.77 |
| | 增速 | 156.75% | 24.48% | 34.19% | 31.58% |
| | 毛利率 | 64.32% | 63.68% | 65.86% | 66.69% |

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取行业中的三家相关公司：中牧股份、科前生物、回盛生物作为比较，考虑到公司研发实力强，未来产能扩张成长空间广，当前估值相对合理，首次覆盖，予以“持有”评级。

表 10：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|--------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 600195 | 中牧股份 | 12.75 | 0.41 | 0.56 | 0.67 | 0.79 | 30.94 | 22.79 | 18.96 | 16.22 |
| 688526 | 科前生物 | 24.50 | 0.96 | -- | 1.48 | 1.86 | 43.20 | 22.43 | 16.50 | 13.18 |
| 300871 | 回盛生物 | 20.54 | 1.36 | 0.80 | 1.21 | 1.70 | 29.39 | 35.64 | 16.91 | 12.06 |
| 平均值 | | | | | | | 35 | 27 | 18 | 14 |
| 603566 | 普莱柯 | 27.7 | 0.71 | 0.78 | 1.02 | 1.33 | 39 | 36 | 27 | 21 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

公司产能扩张不及预期；养殖端出现疫情；研发不及预期等。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 928.51 | 1155.84 | 1550.98 | 2040.77 | 净利润 | 227.74 | 250.51 | 328.00 | 426.27 |
| 营业成本 | 331.25 | 419.75 | 529.44 | 679.70 | 折旧与摊销 | 51.21 | 98.46 | 101.53 | 103.53 |
| 营业税金及附加 | 10.34 | 13.96 | 18.24 | 24.21 | 财务费用 | -3.55 | -9.89 | -19.84 | -24.80 |
| 销售费用 | 211.00 | 254.28 | 352.07 | 469.38 | 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 81.78 | 225.39 | 333.46 | 442.85 | 经营营运资本变动 | 15.92 | -50.49 | -59.27 | -56.00 |
| 财务费用 | -3.55 | -9.89 | -19.84 | -24.80 | 其他 | -29.49 | -20.00 | -20.00 | -16.00 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 261.83 | 268.59 | 330.42 | 433.01 |
| 投资收益 | 11.37 | 10.00 | 10.00 | 8.00 | 资本支出 | -80.77 | -10.00 | -10.00 | -10.00 |
| 公允价值变动损益 | 24.32 | 10.00 | 10.00 | 8.00 | 其他 | -26.97 | 21.55 | 15.50 | 4.17 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -107.74 | 11.55 | 5.50 | -5.83 |
| 营业利润 | 246.59 | 272.35 | 357.61 | 465.43 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 13.42 | 12.26 | 12.61 | 12.51 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 260.00 | 284.62 | 370.22 | 477.94 | 股权融资 | 20.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 32.26 | 34.11 | 42.22 | 51.67 | 支付股利 | -63.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 227.74 | 250.51 | 328.00 | 426.27 | 其他 | -154.13 | 9.89 | 19.84 | 24.80 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -196.73 | 9.89 | 19.84 | 24.80 |
| 归属母公司股东净利润 | 227.74 | 250.51 | 328.00 | 426.27 | 现金流量净额 | -42.64 | 290.03 | 355.76 | 451.97 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 财务分析指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 253.65 | 543.68 | 899.45 | 1351.42 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 212.53 | 276.80 | 367.98 | 482.32 | 销售收入增长率 | 40.01% | 24.48% | 34.19% | 31.58% |
| 存货 | 133.81 | 177.15 | 220.25 | 284.13 | 营业利润增长率 | 130.71% | 10.45% | 31.30% | 30.15% |
| 其他流动资产 | 279.47 | 294.44 | 291.97 | 299.23 | 净利润增长率 | 108.47% | 9.99% | 30.94% | 29.96% |
| 长期股权投资 | 177.12 | 177.12 | 177.12 | 177.12 | EBITDA 增长率 | 93.99% | 22.66% | 21.71% | 23.87% |
| 投资性房地产 | 28.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 465.61 | 407.43 | 346.19 | 282.95 | 毛利率 | 64.32% | 63.68% | 65.86% | 66.69% |
| 无形资产和开发支出 | 240.98 | 210.81 | 180.65 | 150.49 | 三费率 | 31.15% | 40.64% | 42.92% | 43.48% |
| 其他非流动资产 | 237.59 | 247.46 | 257.34 | 267.21 | 净利率 | 24.53% | 21.67% | 21.15% | 20.89% |
| 资产总计 | 2028.80 | 2334.90 | 2740.94 | 3294.85 | ROE | 13.32% | 12.78% | 14.33% | 15.70% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 11.23% | 10.73% | 11.97% | 12.94% |
| 应付和预收款项 | 100.76 | 139.11 | 171.50 | 224.25 | ROIC | 28.08% | 29.53% | 39.23% | 52.39% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 31.69% | 31.23% | 28.32% | 26.66% |
| 其他负债 | 218.40 | 235.64 | 281.28 | 356.18 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 319.16 | 374.75 | 452.78 | 580.43 | 总资产周转率 | 0.47 | 0.53 | 0.61 | 0.68 |
| 股本 | 321.50 | 321.50 | 321.50 | 321.50 | 固定资产周转率 | 2.44 | 3.03 | 4.50 | 6.95 |
| 资本公积 | 469.22 | 469.22 | 469.22 | 469.22 | 应收账款周转率 | 5.57 | 5.11 | 5.38 | 5.32 |
| 留存收益 | 1052.47 | 1302.98 | 1630.98 | 2057.25 | 存货周转率 | 2.63 | 2.70 | 2.66 | 2.70 |
| 归属母公司股东权益 | 1709.65 | 1960.15 | 2288.16 | 2714.42 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 94.57% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1709.65 | 1960.15 | 2288.16 | 2714.42 | 资产负债率 | 15.73% | 16.05% | 16.52% | 17.62% |
| 负债和股东权益合计 | 2028.80 | 2334.90 | 2740.94 | 3294.85 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 3.04 | 3.74 | 4.21 | 4.39 |
| | | | | | 速动比率 | 2.58 | 3.23 | 3.69 | 3.87 |
| | | | | | 股利支付率 | 27.74% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.71 | 0.78 | 1.02 | 1.33 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.32 | 6.10 | 7.12 | 8.44 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.81 | 0.84 | 1.03 | 1.35 |
| | | | | | 每股股利 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| EBITDA | 294.25 | 360.93 | 439.30 | 544.17 | | | | | |
| PE | 39.10 | 35.55 | 27.15 | 20.89 | | | | | |
| PB | 5.21 | 4.54 | 3.89 | 3.28 | | | | | |
| PS | 9.59 | 7.70 | 5.74 | 4.36 | | | | | |
| EV/EBITDA | 27.41 | 21.70 | 17.01 | 12.88 | | | | | |
| 股息率 | 0.71% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | | | | | |

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 |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@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 |
| | 陈含月 | 销售经理 | 13021201616 | 13021201616 | chhy@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 |
| 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 | xy@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 |