

重申坚定看好养殖后周期，公司新品放量业绩可期

2022 年 06 月 17 日

► **如何看待公司所处的赛道？** 优质赛道展现竞争优势。生猪的医疗防疫单位消费能力远高于家禽，且猪用疫苗产品毛利率行业平均水平在 77% 左右，远高于禽用疫苗的 50%，因此，所有上市的兽用生物制品企业均布局了猪用产品，而公司毛利率常年稳定在 80% 以上，稳坐龙头地位。**猪价已进入上行通道，动保行业经营边际有望好转。** 回顾历史，猪价回归成本线即可带动防疫需求的显著恢复，动保板块利润往往在 1~2 个季度以后兑现增长。目前来看，猪价自今年 4 月初以来连续上涨，叠加能繁母猪已调减至绿色合理区间，后期猪价大概率继续震荡上行，有望带动高毛利疫苗产品销量恢复率先开启。以市场化猪用疫苗为主的科前生物，或将成为最受益于猪价上涨的动保弹性标的。

► **如何看待公司的核心单品？** 猪伪狂犬疫苗为公司的主打系列，目前有 5 款产品，大部分都采用了我国本土分离的猪源性地方流行毒株，疫苗适应性和免疫原性更强，更适用于我国本土生猪养殖业。其中，猪伪狂犬病活疫苗（HB-98 株）和猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（HB2000 株）为公司明星产品，与另一款灭活疫苗相配合可有效的帮助猪场实现伪狂犬净化。在此基础上，公司不断进行产品升级，不仅实现了猪伪狂犬病毒从 200L 到 5000L 悬浮培养放大工艺，更是针对近年来国内开始流行的变异毒株，推出了一款新的猪伪狂犬病 gE 基因缺失灭活疫苗（HNX-12 株）。正是因为公司差异化的产品及优秀的品质，使得公司在伪狂犬领域市占率达到 30%，且常年维持在第一位

► **如何看待公司的研发实力？** 拥有高水平的研发团队，以及高效的产业化机制。公司与华中农业大学关系紧密，该校多位教授是我国兽用生物制品领域的权威专家，同时也是公司的主要研发人员。除了华中农大，公司还与哈兽研等科研院所建立了长期稳定的合作关系，充分发挥各方的技术优势，搭建起一个高效的联合研发平台，未来将持续加快技术成果的产业化应用。

► **如何看待公司发展潜力？** 公司有望于未来 1~2 年上市的三款在研产品均为市场上的空白产品，其中，猪传染性胃肠炎-猪流行性腹泻-猪δ冠状病毒三联灭活疫苗（WH-1 株+AJ1102 株+CHN-HN-2014 株）和猪支原体肺炎-副猪嗜血杆菌病二联灭活疫苗分别针对了仔猪肠道方面的疫病，以及猪呼吸道方面疾病两大综合问题；猪伪狂犬病-猪瘟二联活疫苗更是解决了猪瘟疫苗难以和其他疫苗混用的问题，将有效帮助猪瘟、猪伪狂犬组合感染猪场提升经济效益。

► **投资建议：** 预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 5.95/7.71/10.22 亿元，对应 PE 分别为 20/16/12 倍，考虑到公司作为猪用疫苗领域龙头企业，维持“推荐”评级。

► **风险提示：** 新品上市不及预期；下游需求不及预期；营销网络布局不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,103	1,212	1,527	1,945
增长率（%）	30.8	9.9	26.0	27.3
归属母公司股东净利润（百万元）	571	595	771	1,022
增长率（%）	27.5	4.3	29.5	32.5
每股收益（元）	1.23	1.28	1.66	2.20
PE	21	20	16	12
PB	3.8	3.3	2.8	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 6 月 17 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.85 元



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理：徐菁

执业证号：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

目录

1 如何看待公司所处赛道？	3
2 如何看待公司核心单品？	4
3 如何看待公司的研发实力？	5
4 如何看待公司的发展潜力？	6
5 盈利预测与投资建议	8
5.1 盈利预测假设与业务拆分	8
5.2 估值分析	8
5.3 投资建议	9
6 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

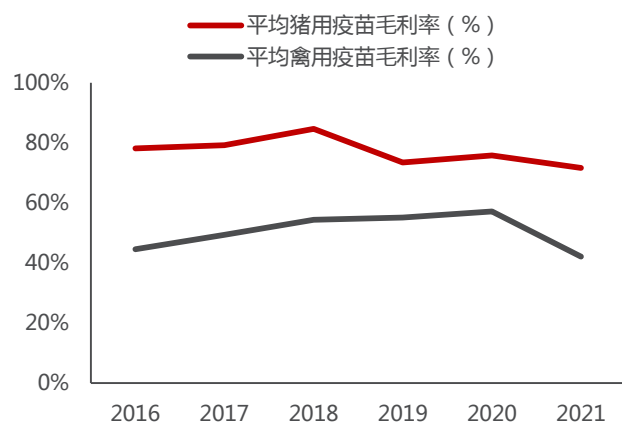
1 如何看待公司所处赛道？

猪用生物制品为动保行业最优细分赛道。整体来看，动保行业主要由兽用生物制品和兽用化学药品组成，生物制品行业具有较高的技术壁垒及一定的生产规模效应，因此也拥有较高的盈利能力，2020 年生物制品行业毛利率为 63.6%，远高于化药药品行业 25.4% 的毛利率。**细分来看**，猪用和禽用产品是兽用生物制品的主要组成部分，所有上市的兽用生物制品企业均布局了猪用产品。主要在于生猪的医疗防疫单位消费能力远高于家禽，故猪用疫苗产品毛利率行业平均水平在 77% 左右，远高于禽用疫苗的 50%。2021 年猪用疫苗收入（外销）超 10 亿元的企业仅有勃林格、科前和金宇三家，侧面反映出猪用疫苗市场竞争激烈，依然存在较大的空间。

猪价已进入上行通道，动保行业经营边际有望好转。一般而言，猪价低迷时，母猪淘汰量增加，同时养殖场减少了非必要疫苗的使用；而当猪价回归成本线即可带动防疫需求的显著恢复，动保板块利润往往在 1~2 个季度以后兑现增长。去年下半年开始，猪价持续下行，今年一季度养殖行业整体陷入深度亏损，能繁母猪连续 9 个月去化，导致动保企业营收在今年一季度集体大幅下滑，尤其以市场化猪用疫苗为主的企业营收下降幅度最大。目前来看，猪价自今年 4 月初以来连续上涨，叠加能繁母猪已调减至绿色合理区间，后期猪价大概率继续震荡上行。随着养殖端盈利状况回暖，有望带动高毛利疫苗产品销量恢复率先开启。

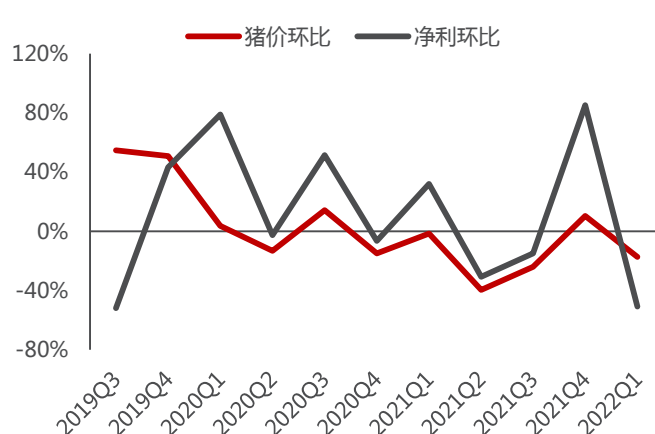
科前生物作为猪用疫苗龙头，将最受益于猪价上涨带来的业绩弹性。公司猪用疫苗产品毛利率多年来维持在 80% 以上，处于行业领先水平，且其拥有 5 款伪狂犬疫苗产品，市占率达 30%，常年保持第一，稳坐猪用疫苗领域龙头地位。公司 95% 以上的收入均来源于市场化猪用疫苗，也使得其一季度营收下降幅度为全行业最大，达 36.5%。因此，伴随下游养殖端对动保产品需求持续增长，公司高附加值新品猪伪狂犬病 gE 基因缺失灭活疫苗（HNX-12 株）的销售有望迎来放量，量价齐增下业绩值得期待。

图 1：猪用与禽用疫苗毛利率对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：公司利润与猪价波动对比



资料来源：wind，民生证券研究院

2 如何看待公司核心单品？

猪伪狂犬疾病是生猪养殖过程中一种常见的疾病，规模化养殖场通常采取以疫苗接种为主，逐步净化为辅的防控措施。根据中国动物卫生与流行病学中心，2014 年~2021 年二季度，免疫猪伪狂犬疫苗的猪场比例均达到 95%以上，其中国产疫苗占 39.3%，进口疫苗占 58.9%。进口疫苗均采用 1961 年分离的基因 I 型经典毒株 Bartha-K61 株，而我国近年来的流行毒株为基因 II 型的变异株，随着经典毒株疫苗的免疫效果逐渐减弱，国产疫苗存有较大的替代空间。

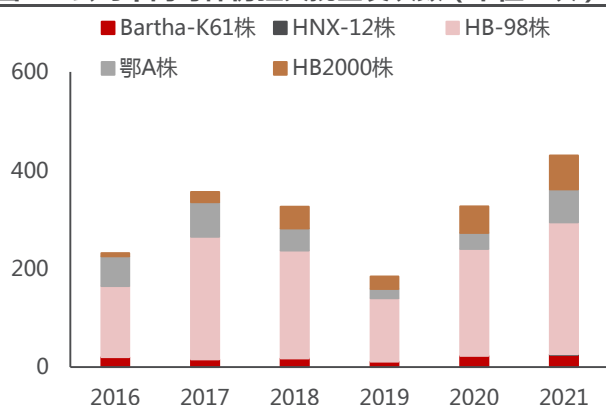
猪伪狂犬疫苗为公司最核心的大单品。公司目前拥有 5 款伪狂犬疫苗产品，大部分均采用我国本土分离的猪源性地方流行毒株，疫苗适应性和免疫原性更强，更适用于我国本土生猪养殖业，因而成为公司的拳头产品。

表 1：公司伪狂犬疫苗产品

疫苗名称	毒株	毒株来源	基因型	特点
伪狂犬病活疫苗（Bartha-K61 株）	Bartha-K61 株	1961 年于匈牙利分离所得	基因 I 型	不仅可用于猪，还可用于牛和绵羊的伪狂犬病预防
猪伪狂犬灭活疫苗	鄂 A 株	我国学者从湖北的发病猪中分离鉴定筛选出具有较强免疫原性的毒株	基因 II 型	
猪伪狂犬病活疫苗（HB-98 株）	HB-98 株	以鄂 A 株为亲本	基因 II 型	TK-/gG-/双基因缺失
猪伪狂犬病活疫苗（HB2000 株）	HB2000 株	以鄂 A 株为亲本	基因 II 型	TK-/gI-/gE-三基因缺失
猪伪狂犬病 gE 基因缺失灭活疫苗（HNX-12 株）	HNX-12 株	以 2012 年在河南分离得到的强毒株 HNX 株为亲本毒株	基因 II 型	gE-基因缺失

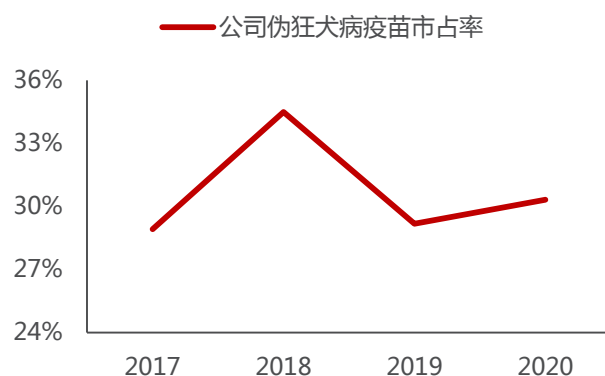
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：公司不同毒株伪狂犬批签发次数（单位：次）



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

图 4：公司伪狂犬产品市占率



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

为保证伪狂犬疫苗在市场中的核心竞争优势，公司积极进行产品升级，实现了猪伪狂犬病病毒从 200L、1000L 至 5000L 悬浮培养放大工艺，目前猪伪狂犬病活疫苗（HB-98 株，悬浮培养）已经进入临床实验阶段。此外，为帮助养殖场降本增效，进一步提高经济效益，公司推出猪伪狂犬净化免疫方案的“黄金组合”，通过灭活疫苗与活疫苗的配合使用，以实现后备母猪持续保持阴性，并生产阴性仔猪。

表 2：公司推荐的猪伪狂犬病净化免疫方案

生产阶段	免疫时间	免疫疫苗名称	使用剂量
后备母猪	引入本场后 1-2 周	活疫苗（科卫宁/科伟净）+灭活疫苗（科威宁）	一边一针，各 1 头份
"1+1"	间隔 1 个月	活疫苗（科卫宁/科伟净）+灭活疫苗（科威宁）	一边一针，各 1 头份
经产母猪及种公猪	首次普免	活疫苗（科卫宁/科伟净）	1 头份
	间隔 3 个月	活疫苗（科卫宁/科伟净）+灭活疫苗（科威宁）	一边一针，各 1 头份
	再间隔 3 个月	活疫苗（科卫宁/科伟净）	1 头份
	再间隔 3 个月	活疫苗（科卫宁/科伟净）+灭活疫苗（科威宁）	一边一针，各 1 头份
仔猪	1 日龄	活疫苗（科卫宁/科伟净）	1 头份（分两鼻孔滴入）
	35~42 日龄	活疫苗（科卫宁/科伟净）	1 头份
	70~80 日龄	活疫苗（科卫宁/科伟净）+灭活疫苗（科威宁）	一边一针，各 1 头份

资料来源：公司官网，民生证券研究院

3 如何看待公司的研发实力？

背靠华中农大，拥有高水平的研发团队。公司最初由华中农业大学与以陈焕春院士为核心的科研团队共同出资设立，该校有多位教授是我国兽用生物制品领域的权威专家，同时也是公司的主要研发人员。其中，陈焕春院士坚守动物传染病防控研究 40 余载，率先确定猪伪狂犬病在中国的爆发流行，并阐明了中国猪伪狂犬病的五大临床症状，研制出疫苗，被誉为养殖户的“守护神”。随着经营规模的增长，公司逐步建立起一支高学历、具有国际化视野与海外科研背景的研发人才队伍，截至 2021 年底，公司研发技术团队共有 284 人，占比约为 34%，较行业平均水平高出一半左右。

将科研创新与产业化应用机制深度融合的能力已成为公司的核心竞争力。公司与华中农大、哈兽研等高等院校和科研院所建立了长期稳定的合作关系，搭建起一个高效的联合研发平台。除了参与前期基础性研究，公司主要负责中试研究及后期临床和产业化研究，充分发挥了各方的技术优势，加快了技术成果的产业化应用。目前公司已取得 48 项兽药产品批准文号，其中 30 余项为公司的科研成果通过产业化应用机制转化而来。

图 5：公司研发转化路径



资料来源：公司官网，民生证券研究院

4 如何看待公司的发展潜力？

圆环疫苗市场份额有较大提升空间。目前公司仅有猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（WH 株）一项单品，市占率常年维持在第 4 位的 9% 左右。在此基础上，公司加大了圆环疫苗开发力度，目前有 8 款产品处于研发管线中，其中猪圆环病毒 3 型疫苗正处于临床前研究阶段。猪圆环病毒 3 型是近年来新发现的又一重要血清型，已在世界范围内广泛流行传播，流行病学调查发现，在我国多个省区也存在较高的感染率，而目前市场上还未有针对 3 型病毒的疫苗。此外，猪圆环-副猪二联亚单位灭活疫苗、猪圆环-支原体肺炎二联灭活疫苗研究均已处于新兽药注册阶段，新品的推出将进一步加强公司在猪圆环疫苗市场的综合竞争力。

猪用单苗已基本完备，多联苗为未来主要方向。公司现拥有 49 个兽用生物制品类产品，已成为我国兽用生物制品行业内产品种类最为丰富的企业之一，其产品覆盖了生猪生长周期的大多数疫病，除猪伪狂犬疫苗以外，公司猪细小病毒病疫苗、猪支原体肺炎疫苗等多项产品也蝉联市占率第一名。由于多联苗可实现一针多防，提高免疫效率，已是兽用疫苗发展的大势所趋，也是公司的重点发展方向。2021 年猪用在研产品中，有 12 项联苗项目，占据近半成比例。

公司多款在研产品为市场上的空白产品。其中，猪瘟-猪伪狂犬病二联活疫苗解决了猪瘟疫苗难以和其他疫苗混用的问题，将有效帮助猪瘟、猪伪狂犬组合感染猪场提升经济效益；猪传染性胃肠炎-猪流行性腹泻-猪δ冠状病毒三联灭活疫苗（WH-1 株+AJ1102 株+CHN-HN-2014 株）综合针对了仔猪肠道方面的疫病，同时解决了市场上缺少近些年新流行的猪δ冠状病毒疫苗；猪支原体肺炎-副猪嗜血杆菌病二联灭活疫苗针对会导致育肥猪生长速度降低、饲料利用率降低的猪呼吸道疾病综合症，可有效改善猪场养殖效率。以上三款产品均已进入新兽药注册阶段，此外，公司共有 12 款产品处于新兽药注册阶段，有望于未来 2 年内集中上市，或成为短期内新品上市最多的公司。

表 3：公司处于新兽药注册阶段的在研产品情况

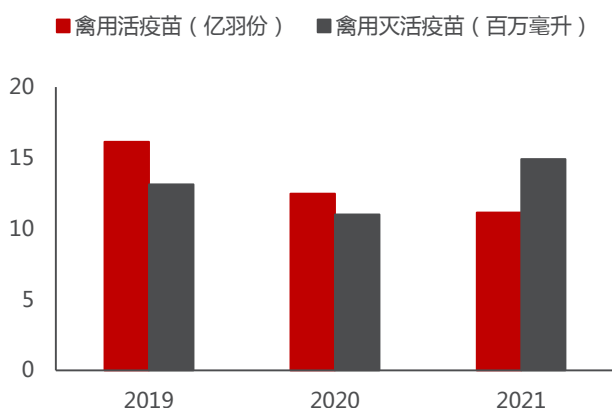
疫苗分类	具体产品
猪用单苗	猪丹毒基因工程亚单位疫苗
	猪δ冠状病毒灭活疫苗（CHN-HN-2014 株）
	猪乙型脑炎活疫苗（传代细胞源，SA14-14-2 株）
猪用联苗	猪传染性胸膜肺炎基因缺失活疫苗（APP-HB-04M 株）
	猪塞内卡病毒（HB16 株）灭活疫苗
	猪传染性胃肠炎-猪流行性腹泻-猪δ冠状病毒三联灭活疫苗（WH-1 株+AJ1102 株+CHN-HN-2014 株）
	猪圆环病毒病-猪支原体肺炎二联灭活疫苗
	猪圆环病毒 2 型-副猪嗜血杆菌二联亚单位灭活疫苗副猪嗜血杆菌病-猪支原体肺炎二联灭活疫苗
禽用疫苗	猪伪狂犬病-猪瘟二联活疫苗
	猪圆环病毒 2 型-副猪嗜血杆菌病二联亚单位灭活疫苗
	I 群禽腺病毒灭活疫苗（4 型，HB-2 株）
宠物疫苗	鸡新城疫-禽流感（H9 亚型）-传染性法氏囊病-禽腺病毒病（I 群，4 型）四联灭活疫苗
	宠物病原学-流行病学-诊断试剂及疫苗；
	猫瘟病毒-猫杯状病毒-猫疱疹病毒三联灭活疫苗；
	猫鼻气管炎-猫鼻结膜炎-猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗

资料来源：公司公告，国家兽药基础数据库，民生证券研究院

不断拓展产品体系，积极布局禽用与宠物用疫苗板块。禽用疫苗方面，公司目前产品以鸡马立克氏病活疫苗和鸡新支二联活疫苗为主，鸡新流法腺四联灭活疫苗已进入新兽药注册阶段，逐步加快新品上市步伐，以支撑未来长期发展。宠物疫苗方面，公司现有的狂犬病灭活疫苗（SAD 株）和犬四联活疫苗均采用本土分离毒株以及先进的纯化工艺，安全性较高无应激反应，另有两款猫三联灭活疫苗产品正处于实验室研究阶段。为了配合新品推出，进一步开拓宠物市场，公司成立了宠物事业部，积极与主要连锁宠物医院对接，不断拓展宠物市场营销网络体系。

打造精准服务营销体系。公司根据不同养殖规模将用户进行精准分类，对于 5000 头母猪以上的集团客户，通过直销方式进行合作，由于其对技术服务的需求相对较高，公司建立了预防兽医师团队，帮助养殖场建设兽医监测、预警、管理体系，保证了与头部企业的合作深度和粘性；对于部分 5000 头母猪以下的养殖场，公司通过省级经销商进行点对点的合作。此外，公司自建科前生物动物诊断中心，高度整合行业资源，精准把握市场需求变动，在已有产品基础上，根据客户需要进行灵活的多种组合，满足个性化需求。从公司数据来看，2021 年直销模式收入占比近 54%，较去年下降了 1.3PCT，经销模式下收入占比约 46%，较去年提升了约 1.3PCT。

图 6：公司禽用疫苗销量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：公司产品组合方案



资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

历年来，公司猪用疫苗占营收比重均在 95%以上，因此根据主要的猪用疫苗销售情况预测公司业绩。2021 年，公司营业收入 11.03 亿元，同比增长 30.8%，未来受益于养殖规模化快速提升，凭借公司丰富的在研产品储备，公司市场苗有望进一步抢占市场份额。费用方面，随着公司新品逐步上市，营销网络仍需不断扩张，三项费用的投入或将小幅上升。预计 2022-2024 年公司猪用疫苗收入分别实现 11.58、14.51、18.47 亿元，同比增长 10%、25%、27%；公司综合三项费用分别为 3.29、4.06、5.19 亿元。

表 4：科前生物猪用产品盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
猪用疫苗收入（亿元）	10.57	11.58	14.51	18.47
增速（%）	30%	10%	25%	27%
成本（亿元）	1.92	2.09	2.47	2.77
毛利（亿元）	8.65	9.50	12.04	15.70
毛利率（%）	82%	82%	83%	85%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

当前动保行业估值水平仍处于底部区间，而猪价已进入上行通道，随着养殖行业补栏意愿增加，以及防疫积极性提升，动保产品需求将有明显增长，动保企业也将迎来业绩与估值双增行情。我们选取同样以兽用生物制品为主营业务的动保头部企业作为可比公司，当前科前生物 PE 为 20 倍左右，参考可比公司当前平均 23 倍估值，考虑到公司作为猪用疫苗细分赛道的龙头企业，仍有较大增长空间。

表 5：动物保健行业可比公司估值水平

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603566	普莱柯	26.15	0.76	0.86	1.14	1.35	29	31	23	19
600201	生物股份	9.06	0.34	0.4	0.52	0.66	48	23	18	14
300119	瑞普生物	17.10	0.88	0.95	1.19	1.42	27	18	14	12
600195	中牧股份	12.95	0.51	0.62	0.76	0.88	26	21	17	15
可比公司均值			/	/	/	/	33	23	18	15
688526	科前生物	25.85	1.23	1.28	1.66	2.20	21	20	16	12

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 6 月 17 日收盘价；可比公司 EPS 采用 wind 一致预期）

5.3 投资建议

公司为猪伪狂犬疫苗领域龙头，目前拥有 5 款伪狂犬疫苗产品，其中，公司的猪伪狂犬病活疫苗（HB-98 株）和猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（HB2000 株）采用我国本土分离的猪源性地方流行毒株，疫苗适应性和免疫原性更强，更适用于我国本土生猪养殖业，因而成为公司的明星产品。此外，联苗为公司当前重点发展项目，猪瘟-猪伪狂犬疫苗有望成为市场首发。预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 5.95/7.71/10.22 亿元，对应 PE 分别为 20/16/12 倍，考虑到公司作为猪用疫苗领域龙头企业，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 新品上市不及预期。公司目前在研产品众多,有 11 款产品处于新兽药注册阶段,若产品无法顺利通过复检取得新兽药注册证书并获批上市,将使得公司市场占有率提升不达预期。

2) 下游需求不及预期。公司利润与生猪养殖业景气程度高度相关,若猪周期反弹程度不及预期,公司利润增速或将有所放缓。

3) 营销网络布局不及预期。公司主要产品均为非政府强制免疫的市场苗,在研发的基础上需要强大的营销能力助推产品销售,因此,若公司营销工作推进受阻,盈利能力或将受到影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,103	1,212	1,527	1,945
营业成本	223	237	284	326
营业税金及附加	6	6	8	10
销售费用	134	161	197	251
管理费用	75	77	96	124
研发费用	80	91	112	144
EBIT	591	639	830	1,089
财务费用	-65	-21	-33	-51
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	5	10	10	13
营业利润	661	691	895	1,183
营业外收支	-1	-2	-3	-2
利润总额	660	688	892	1,182
所得税	89	93	121	160
净利润	571	595	771	1,021
归属于母公司净利润	571	595	771	1,022
EBITDA	654	744	970	1,262

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	555	890	1,366	2,081
应收账款及票据	275	273	351	452
预付款项	10	22	24	27
存货	109	119	140	162
其他流动资产	812	821	827	834
流动资产合计	1,761	2,125	2,708	3,554
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	515	621	727	818
无形资产	57	66	76	84
非流动资产合计	1,964	2,153	2,325	2,474
资产合计	3,725	4,278	5,033	6,028
短期借款	18	20	25	30
应付账款及票据	216	233	278	320
其他流动负债	258	285	330	377
流动负债合计	492	538	633	727
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	79	79	79	79
非流动负债合计	79	79	79	79
负债合计	571	617	712	806
股本	465	465	465	465
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,154	3,661	4,320	5,222
负债和股东权益合计	3,725	4,278	5,033	6,028

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	30.81	9.87	26.03	27.32
EBIT 增长率	21.20	8.14	29.82	31.23
净利润增长率	27.45	4.33	29.47	32.51
盈利能力 (%)				
毛利率	79.80	80.43	81.44	83.24
净利润率	51.73	49.13	50.47	52.52
总资产收益率 ROA	15.32	13.92	15.32	16.95
净资产收益率 ROE	18.10	16.27	17.85	19.56
偿债能力				
流动比率	3.58	3.95	4.28	4.89
速动比率	2.16	2.62	3.11	3.84
现金比率	1.13	1.65	2.16	2.86
资产负债率 (%)	15.34	14.43	14.16	13.38
经营效率				
应收账款周转天数	88.62	77.00	79.07	79.97
存货周转天数	178.30	184.75	181.59	182.09
总资产周转率	0.30	0.28	0.30	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.28	1.66	2.20
每股净资产	6.78	7.87	9.29	11.23
每股经营现金流	1.14	1.56	1.90	2.45
每股股利	0.19	0.19	0.24	0.26
估值分析				
PE	21	20	16	12
PB	3.8	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	17.66	15.07	11.08	7.95
股息收益率 (%)	0.74	0.74	0.93	1.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	571	595	771	1,021
折旧和摊销	63	105	140	173
营运资金变动	-70	24	-26	-51
经营活动现金流	531	724	886	1,139
资本开支	-374	-294	-312	-321
投资	12	-18	0	0
投资活动现金流	-331	-302	-302	-308
股权募资	2	0	0	0
债务募资	18	2	5	5
筹资活动现金流	-121	-87	-108	-116
现金净流量	79	335	476	715

插图目录

图 1：猪用与禽用疫苗毛利率对比	3
图 2：公司利润与猪价波动对比	3
图 3：公司不同毒株伪狂犬批签发次数（单位：次）	4
图 4：公司伪狂犬产品市占率	4
图 5：公司研发转化路径	5
图 6：公司禽用疫苗销量	7
图 7：公司产品组合方案	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司伪狂犬疫苗产品	4
表 2：公司推荐的猪伪狂犬病净化免疫方案	5
表 3：公司处于新兽药注册阶段的在研产品情况	6
表 4：科前生物猪用产品盈利预测	8
表 5：动物保健行业可比公司估值水平	8
公司财务报表数据预测汇总	11

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001