

后周期成本为王， 养殖、动保景气度共振

——农业行业2022年中期策略

周泰、徐菁

1.回顾2022年上半年：

一季度生猪价格持续磨底，导致养殖业集体陷入亏损，叠加美联储加息、俄乌冲突、疫情反复等多重因素影响下，上半年农林牧渔板块和沪深300均出现了一波下跌行情。二季度随着猪价反弹，以及整体市场回暖，养殖行业逐步回升。

2.生猪板块景气度上行趋势确立：

2021年6月能繁母猪存栏的高点对应今年4月商品猪出栏的高峰，但10月至1月期间仔猪折损严重，加上过年前养殖端提前卖猪避过猪价低谷，4月猪价提前上涨；猪价上涨的过程中，行业对未来预期越发乐观，则会出现压栏惜售、三元肥转母、二次育肥抢购标猪，短期内导致市场可流通猪源进一步收紧，猪价上涨加速。在后周期阶段，成本的高低决定了上市公司资产负债表是否会进一步恶化、决定了其出栏规划能否兑现、进而决定了公司的投资价值高低。重点推荐成本控制良好的【巨星农牧】、【唐人神】，以及在计提母猪减值准备后成本将有明显改善的【温氏股份】。

3.后周期步入发力阶段

回顾历史周期波动，猪价回归成本线即可带动防疫需求的显著恢复，动保板块估值同时开启修复行情，业绩往往在1~2个季度以后兑现增长。随着秋冬季的降温，动物机体的免疫能力往往会下降，畜禽养殖群发性和流行性疾病更易发生，对动保产品的需求量也随之增加，相应的，动保板块的业绩也通常在三、四季度实现正增长。目前市场普遍看好下半年猪价行情，传统旺季叠加猪价上涨，养殖端补栏情绪及免疫积极性上升，动保板块业绩或将大幅回升。重点推荐猪用疫苗龙头企业【科前生物】以及研发实力强劲的【普莱柯】。

风险提示：政策调控导致猪价反弹不及预期风险；重大突发动动物疫病风险；天气灾害导致原材料价格波动风险等。



01

行情回顾

02

生猪板块景气度上行趋势确立

03

后周期步入发力阶段

04

风险提示

CONTENTS

目录

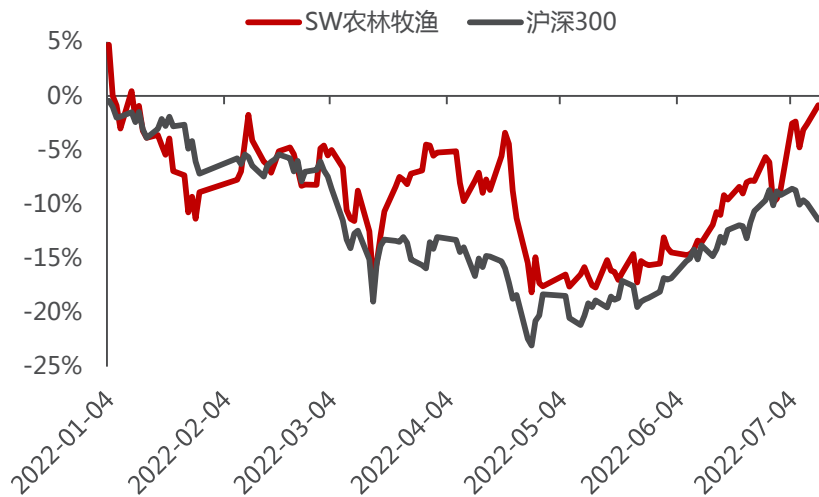


01. 上半年行情回顾

1.1 上半年农林牧渔跑赢大盘

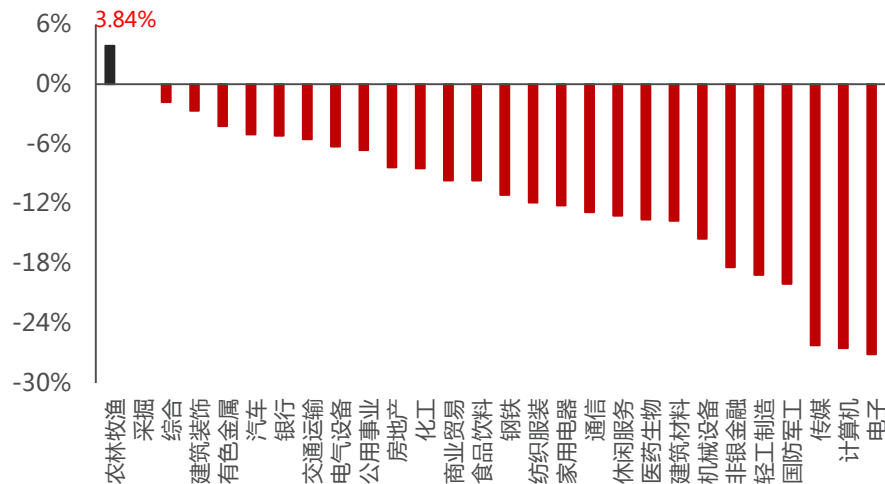
- 2022年一季度生猪价格持续磨底，导致养殖业集体陷入亏损，叠加美联储加息、俄乌冲突、疫情反复等多重因素影响下，上半年农林牧渔板块和沪深300均出现了一波下跌行情。二季度随着猪价反弹，以及整体市场回暖，养殖行业逐步回升。
- 截至7月11日，农林牧渔板块自年初以来涨跌幅为+3.84%，排在申万28个一级行业的第1位，同期沪深300涨跌幅为-11.86%，农林牧渔板块跑赢大盘15.7PCT。

图表：2022年上半年农林牧渔跑赢大盘



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2022年上半年各板块涨跌幅

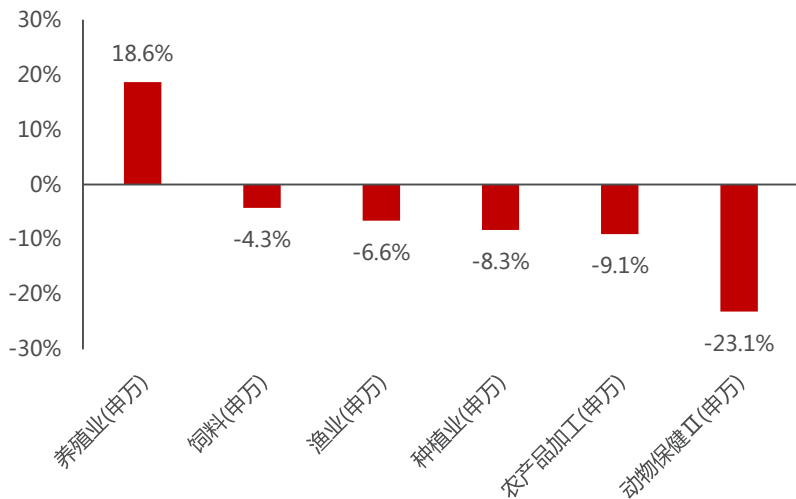


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 养殖业子版块领涨

- 子版块方面，上半年依然是养殖业领涨整个板块，前期因能繁母猪产能持续去化，市场对下半年猪价上涨预期较强，故养殖业板块一季度处于高位震荡，而4月生猪价格提前反弹，养殖板块集体回调，基本跌去春节后全部涨幅，随着猪价逐步涨至成本线附近，市场对猪价持续上涨预期再次增强。

图表：2022年上半年农林牧渔子版块涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2022年上半年个股涨跌幅前五

代码	公司	涨幅 (%)	所属行业 (申万三级)	代码	公司	跌幅 (%)	所属行业 (申万三级)
600313.SH	农发种业	132.95%	种子	301116.SZ	益客食品	-44.95%	肉鸡养殖
603477.SH	巨星农牧	130.44%	生猪养殖	839729.BJ	永顺生物	-44.27%	动物保健Ⅲ
603363.SH	傲农生物	104.02%	畜禽饲料	600201.SH	生物股份	-42.39%	动物保健Ⅲ
300268.SZ	佳沃食品	77.83%	其他农产品加工	838275.BJ	驱动力	-41.14%	动物保健Ⅲ
603668.SH	天马科技	58.72%	水产饲料	832419.BJ	路斯股份	-39.34%	宠物食品

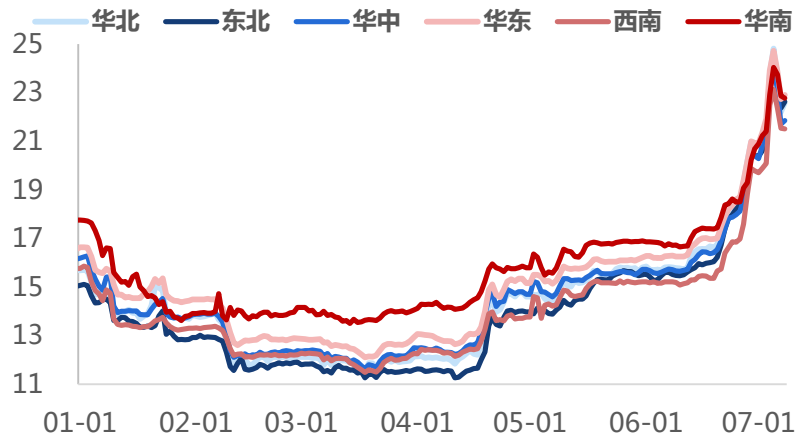
资料来源：wind，民生证券研究院

02. 生猪板块景气度上行 趋势确立

2.1 2021年以来生猪市场三大特点：看不清，猜不准，强博弈

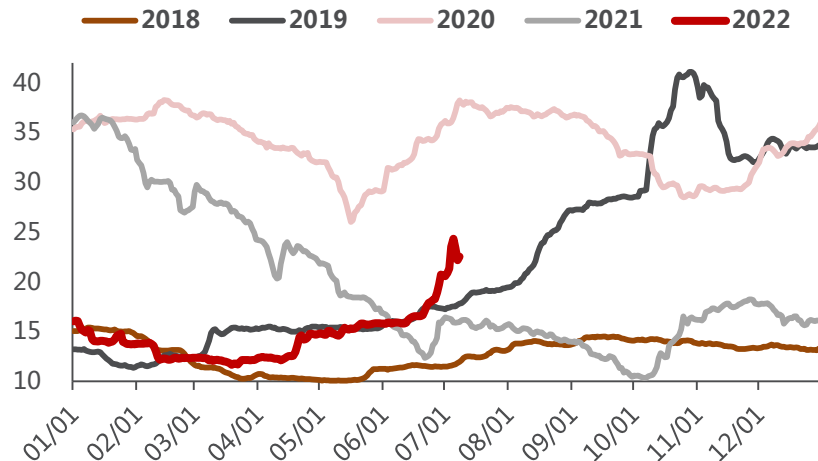
- 2021年春节后的暴跌、2022年4月的提前反弹、6月底的超涨，为何生猪价格表现频繁超预期？
- 1) 信息流通速度加快**：非洲猪瘟爆发以后，特别是生猪期货上市后，产业、二级、期货投资者三方对生猪市场的高度关注，使得行业相关数据流通速度明显加快，容易提前一步形成预判，带来“一致预期导致的超预期”。
- 2) 产业整体投机氛围增强**：以前做自繁自养的去做了外购仔猪，以前做外购仔猪的去做了二次育肥；另外，二元回交和散户的肥转母使得产能变化周期在缩短，也增加了视野外的数据盲区。

图表：2022年以来生猪区域间价差（元/公斤）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2018年至今猪价分年度走势（元/公斤）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 市场对周期高点的预期在猪价上涨的过程中不断调整

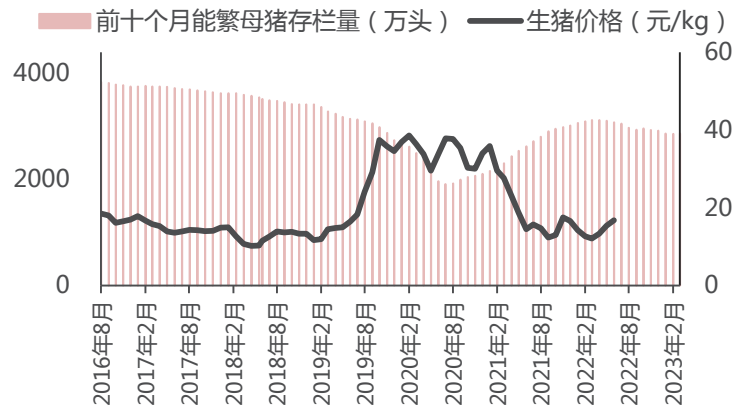
- 能繁母猪存栏对猪价的指引作用很大程度上已经失效。
- 2021年6月能繁母猪存栏的高点对应今年4月商品猪出栏的高峰，但去年10月至今年1月期间仔猪折损严重，加上过年前养殖端提前卖猪避过猪价低谷，今年4月猪价提前上涨；
- 因为农业部给出的能繁母猪存栏去化幅度有限，上半年市场对于今年下半年猪价高点普遍谨慎，预期在18-20元/公斤左右，出栏体重整体偏轻；在供应减量的大背景下，加速了猪价向成本线回归；
- 猪价上涨的过程中，行业对未来预期越发乐观，则会出现压栏惜售、三元肥转母、二次育肥抢购标猪，短期内导致市场可流通猪源进一步收紧，猪价上涨加速。

图表：2022年各机构对能繁母猪存栏累计去化水平预估（万头）

	最高点	最低点	累计去化
农业农村部	4564	4177	-8.5%
我的农产品	533.1	454.6	-14.7%
涌益	124.5	106.2	-14.7%
卓创	452.2	394.6	-12.7%

资料来源：农业部、Mysteel、涌益咨询、卓创资讯、民生证券研究院整理

图表：猪价与十个月前能繁母猪存栏量对比

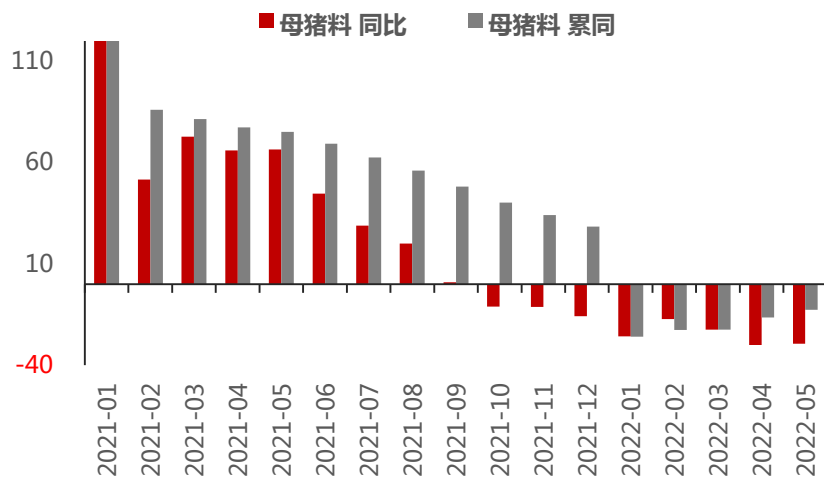


资料来源：农业部，民生证券研究院

2.3 饲料数据的反馈比产能数据本身更客观

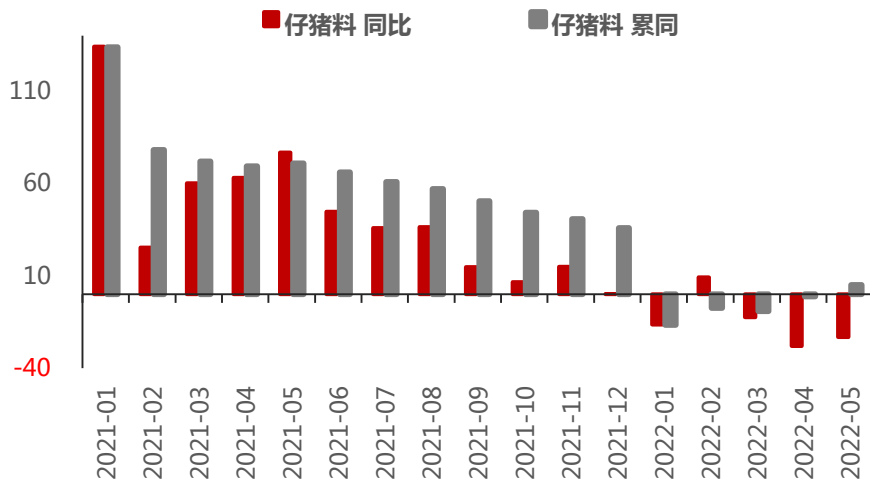
- 猪价的超涨重新引发了市场对于能繁母猪存栏水平的讨论，我们认为除了官方统计方式和口径造成数据波动性减弱外，还有很大可能是去年高体重库存掩盖了母猪产能的真实水平。
- 在这种情况下，**饲料数据的反馈比产能数据本身更客观。**
- 从仔猪料环比修复增速来看，供应偏紧的形势可能维持到至少今年年底。

图表：母猪料同比增速（%）



资料来源：饲料工业协会，民生证券研究院

图表：仔猪料同比增速（%）

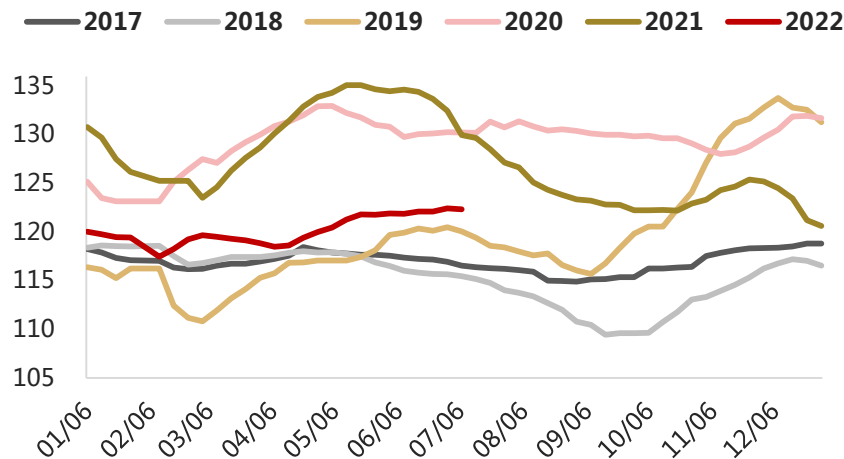


资料来源：饲料工业协会，民生证券研究院

2.4 今年牛猪对市场供应压力有限，关注四季度供需结构性矛盾

- 规模场目前仍然理性生产，尚未出现大面积极端压栏的情况；散户压栏现象较多，但我们认为当前资金情况和饲料价格不支持后期生猪体重大幅上升。
- 今年北方减产能严重，右侧肥尾现象极少，且四季度存在肥猪刚性需求，猪价易涨难跌。在当前猪价下，周期反转逻辑已经确立，养殖板块整体有望迎来贝塔行情。

图表：生猪出栏均重变化（公斤）

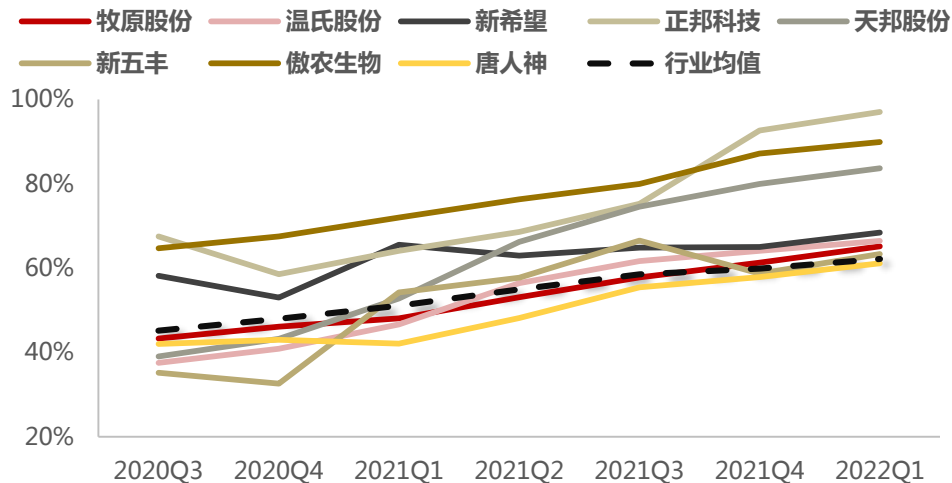


资料来源：卓创，民生证券研究院

2.5 后周期优选出栏成本领先、资产负债表健康的优质标的

- 2020年，受非洲猪瘟疫情的冲击，防疫水平较差的中小型养殖主体大面积出清，头部猪企迎来高速扩张的黄金期；然而2021年猪价猝不及防调头向下，与此同时绝大部分企业成本已经处于历史高位，“高成本”+“高扩张”带来了资产负债表的迅速恶化。2021年下半年以来，行业反复提及降本增效，但至今对于多数企业来说收获甚微，成本阶层分化已经形成。
- 在后周期阶段，成本的高低决定了上市公司资产负债表是否会进一步恶化、决定了其出栏规划能否兑现、进而决定了公司的投资价值高低。

图表：2020Q3至今部分猪企资产负债率变化

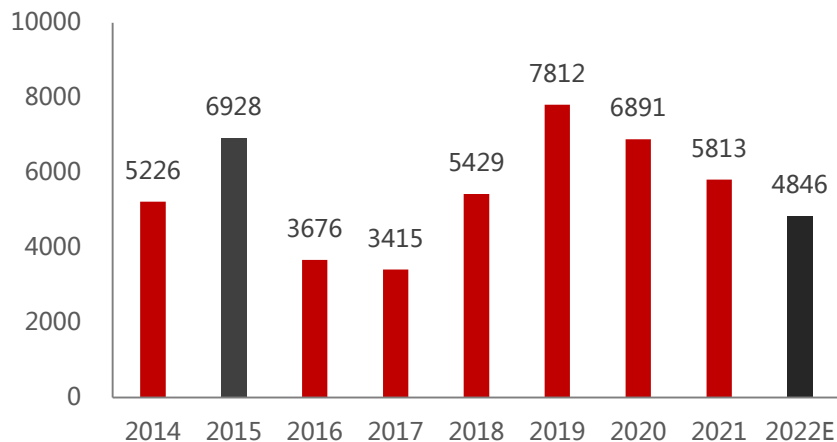


资料来源：wind，民生证券研究院

2.6

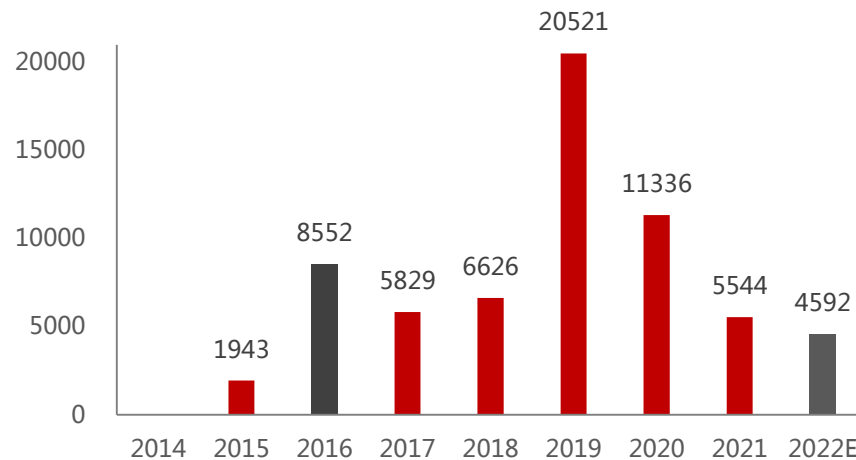
从头均市值看当前股价所处位置

图表：牧原股份头均市值（元）



资料来源：wind，民生证券研究院测算

图表：温氏股份头均市值（元）



资料来源：wind，民生证券研究院测算

2.7 核心推荐1：唐人神

- 公司2022年1-6月累计生猪出栏86.30万头，同比-0.75%，上半年出栏计划完成度为43.15%；实现销售收入12.47亿元，同比-20.07%，按照出栏均重 110 ~115公斤测算，上半年生猪销售均价约12.56元/公斤。
- 公司规划2022~2024年分别出栏**200、350、500**万头生猪（其中龙华出栏占比约30%、40%、40%），CAGR 达 48%，具备较强成长性。
- 公司育肥成本优势将凸显，Q2完全成本已降至16.4元/公斤，位列行业前沿。
- 预计公司2022~2024年归母净利润分别为4.46/16.23/20.93亿元，对应EPS分别为0.37/1.35/1.74元，考虑到公司成本管控能力优秀且具备较强成长性，维持“推荐”评级。
- 风险提示：公司产能释放不及预期风险；猪价反弹不及预期风险；天气灾害导致原材料价格波动风险等。

图表：唐人神动态头均市值



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

图表：唐人神盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,742	23,984	29,741	35,253
增长率（%）	17.4	10.3	24.0	18.5
归属母公司股东净利润（百万元）	-1,147	446	1,623	2,093
增长率（%）	-220.7	138.9	263.6	29.0
每股收益（元）	-0.95	0.37	1.35	1.74
PE	/	28	8	6
PB	2.2	2.1	1.6	1.3

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价日期为2022年7月12日）

2.7 核心推荐2：巨星农牧

- 2021年，公司在成都、广元、泸州、宜宾、眉山、乐山、雅安、攀西、平塘等地建立了多个生猪养殖基地、19个标准化种猪场，产能达155.98万头，较2020年增长162.5%。由于猪价下滑刺激市场需求快速提升，且公司业务在四川省具有区域性优势所致，2021年公司出栏生猪87.1万头，同比大幅增长159.4%。
- 2021年公司生猪销售业务毛利率为26.2%，在同行业中处于较高水平，主要系收入结构不同。从公司收入结构来看，肥猪收入占生猪收入的占比为70.64%，种猪、仔猪销售收入占比为29.36%，是公司生猪销售的重要组成部分。三个产品销售毛利率差异较大，种猪、仔猪的毛利率远高于育肥猪，主要系公司与PIC签署协议，引进的种猪较为优质，具备一定的市场竞争力。
- 2022 年一季度受生猪价格继续下行影响，公司生猪养殖业务出现亏损，当期末计提1.33亿元的资产减值损失，使得净利润转亏，但饲料以及皮革生产业务维持盈利，在一定程度上分散了经营风险。2021年公司育肥猪养殖成本约14.2元/公斤，2022年规划出栏150万头生猪（其中120万头为肥猪），随着产能利用率逐步提高，公司养殖成本也将进一步摊薄。

- 预计公司2022~2024年分别实现归母净利润3.54/18.39/17.95亿元，对应EPS分别为0.70/3.63/3.55元，考虑到公司作为四川地区的区域性龙头企业，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：公司新建项目落地不及预期；猪价反弹不及预期；突发重大动物疫病风险。

图表：巨星农牧盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,983	4,609	9,541	12,023
增长率（%）	107.3	54.5	107.0	26.0
归属母公司股东净利润（百万元）	259	354	1,839	1,795
增长率（%）	102.8	36.6	419.8	-2.4
每股收益（元）	0.51	0.70	3.63	3.55
PE	65	48	9	9
PB	5.1	4.7	3.1	2.4

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测（注：股价日期为2022年7月12日）

2.7 核心推荐3：温氏股份

- 从窝均健仔数、料肉比、肉猪上市率三个影响养殖成本的关键指标来看，公司成本有多维度的下降空间。1) 窝均健仔数：当前公司母猪PSY水平为20头左右，但疫情前曾高达24头。未来，公司能够依托强大的育种优势，回到非瘟前经严格选育测定的高性能杂交种猪生产模式上来，生产效率有望逐步提升。2) 料肉比：料肉比与仔猪质量、肉猪生产模式和饲料营养配方等因素息息相关，5月份料肉比已降至2.8以下，为2020年以来首月低于2.8；3) 公司近几个月肉猪上市率为88%左右，疫情前曾高达94%-95%。
- 公司6月底能繁母猪已提升至接近120万头左右，2022~2023年生猪出栏量预计为1800/2800万头。
- 预计公司2022~2024年分别实现归母净利润48.02/147.93/319.03亿元，对应EPS分别为0.74/2.29/4.94元，考虑到公司作为养殖行业龙头企业，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：公司生猪出栏不及预期；猪价反弹不及预期；天气灾害导致原材料价格波动风险等。

图表：温氏股份动态头均市值



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：温氏股份盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	64,965	83,975	114,078	153,130
增长率（%）	-13.3	29.3	35.8	34.2
归属母公司股东净利润（百万元）	-13,404	4,802	14,793	31,903
增长率（%）	-280.5	135.8	208.0	115.7
每股收益（元）	-2.08	0.74	2.29	4.94
PE	/	33	11	5
PB	5.0	4.3	3.1	1.9

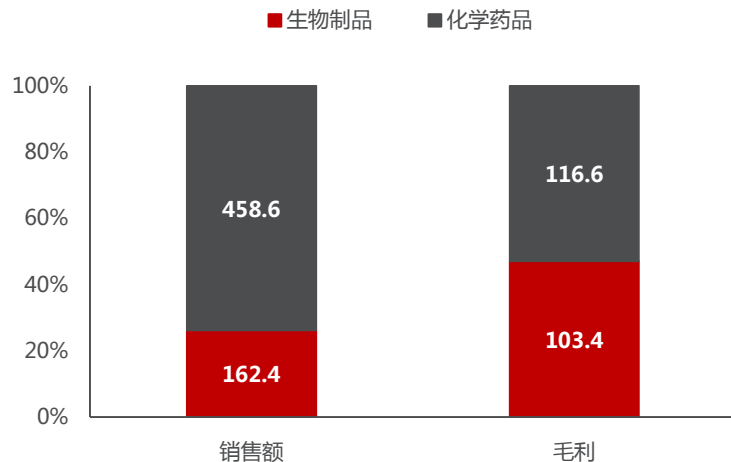
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测（注：股价日期为2022年7月12日）

03. 后周期步入发力阶段

3.1 生物制品盈利能力胜于化学药品

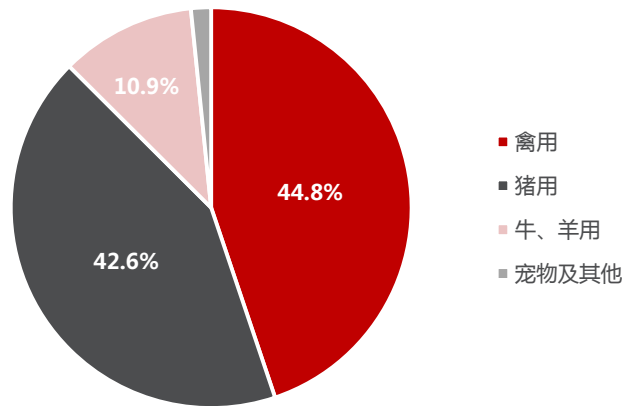
- 我国动保行业大体可分为兽用生物制品和兽用化学药品（包括原料药、化药制剂和中药制剂）两类，其中，生物制品的销售占比虽不及三成，却支撑了行业毛利的半壁江山，其较高的盈利能力源于行业具有较高的技术壁垒以及一定的生产规模效应。
- 兽用生物制品按使用动物分类来看，禽用和猪用产品是主要组成部分，占比分别为44.8%和42.6%。

图表：2020年生物制品与化学药品业绩对比（亿元）



资料来源：中国兽药协会，民生证券研究院

图表：2020年兽用生物制品销售占比（按动物分）

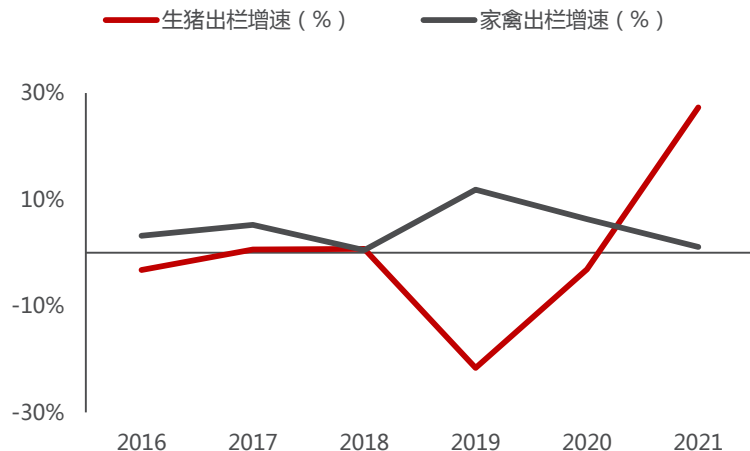


资料来源：中国兽药协会，民生证券研究院

3.1 猪用生物制品市场规模增速逐步回升

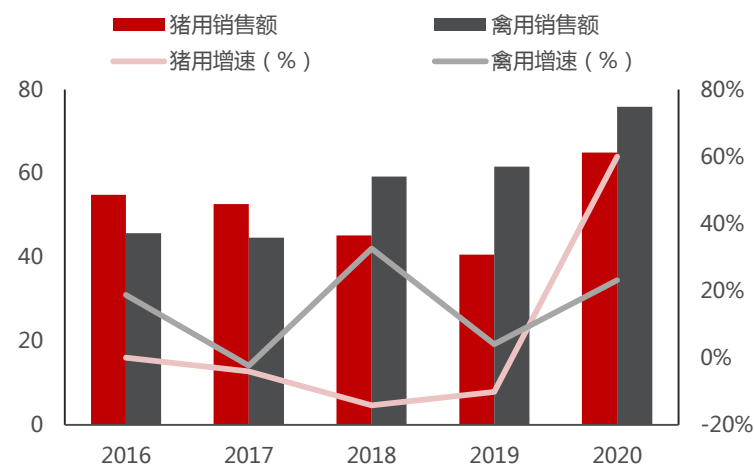
- 随着我国生猪与家禽养殖规模不断提高，猪、禽用生物制品销售额实现了高于行业整体增速的快速增长，2016~2020年，兽用生物制品销售额CAGR为5.5%，其中禽用和猪用分别为12.3%和6.0%。
- 禽用生物制品市场规模增速高于猪用，主要由于非洲猪瘟的爆发导致生猪养殖量大幅下滑，而家禽产能快速扩张。在当前肉鸡行业持续产能去化，而生猪价格上涨带来养殖端补栏情绪回暖的背景下，预计猪用生物制品市场规模增速也将逐步回升。

图表：生猪与家禽出栏量增速走势



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：猪禽用生物制品销售额及增速 (亿元)

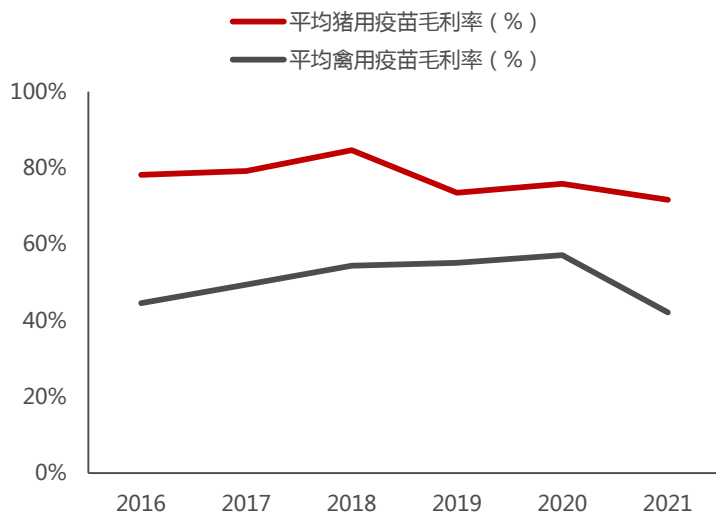


资料来源：中国兽药协会，民生证券研究院

3.1 猪用生物制品细分赛道展现竞争优势

- 梳理14家上市动保企业，总体看来，生物制药企业数量占绝大多数，且均布局了猪用疫苗业务。
- 从产品毛利率角度来看，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%，主要原因在于生猪的单位消费能力高于家禽，根据全国农产品成本收益汇算，生猪的医疗防疫费用为24元/头，而肉鸡仅为0.1元/只。

图表：不同产品毛利率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：SW动物保健板块标的产品布局

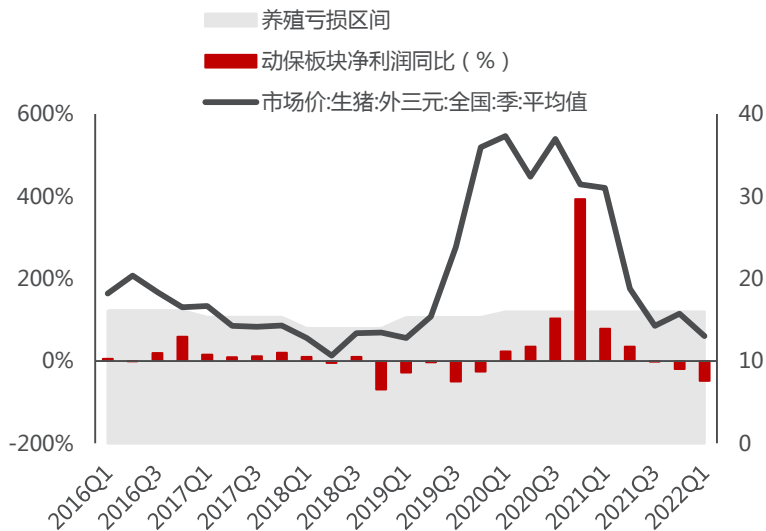
证券代码	证券简称	生物制药		化学药品
		猪用	禽用	
600195.SH	中牧股份	√	√	√
688526.SH	科前生物	√	√	
600201.SH	生物股份	√	√	
603566.SH	普莱柯	√	√	√
300119.SZ	瑞普生物	√	√	√
603718.SH	海利生物	√	√	
603739.SH	蔚蓝生物	√	√	
002688.SZ	金河生物	√		√
300871.SZ	回盛生物			√
688098.SH	申联生物	√		
839729.BJ	永顺生物	√	√	
002868.SZ	绿康生化			√
838275.BJ	驱动力			√
871970.BJ	大禹生物			√

资料来源：wind，民生证券研究院

3.1 猪周期对动保板块波动影响较大

- 回顾历史周期波动，猪价回归成本线即可带动防疫需求的显著恢复，动保板块估值同时开启修复行情，业绩往往在1~2个季度以后兑现增长。而当生猪价格低于成本线且持续磨底时，养殖端加速母猪淘汰，用药量相应减少，导致动保产品需求下滑，对应行业业绩与估值的底部。

图表：动保行业利润增速与生猪价格（元/kg）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：动保板块估值与生猪价格（元/kg）

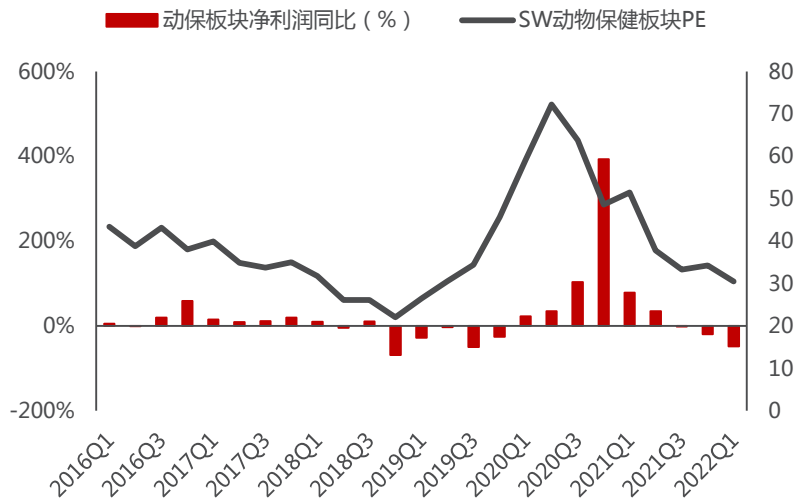


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 短期：即将进入传统需求旺季

- 随着秋冬季的降温，动物机体的免疫能力往往会下降，畜禽养殖群发性和流行性疾病更易发生，对动保产品的需求量也随之增加，相应的，动保板块的业绩也通常在三、四季度实现正增长。目前市场普遍看好下半年猪价行情，传统旺季叠加猪价上涨，养殖端补栏情绪及免疫积极性上升，动保板块业绩或将大幅回升。

图表：动保行业利润增速与估值波动



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：动保业绩呈现明显季节性波动

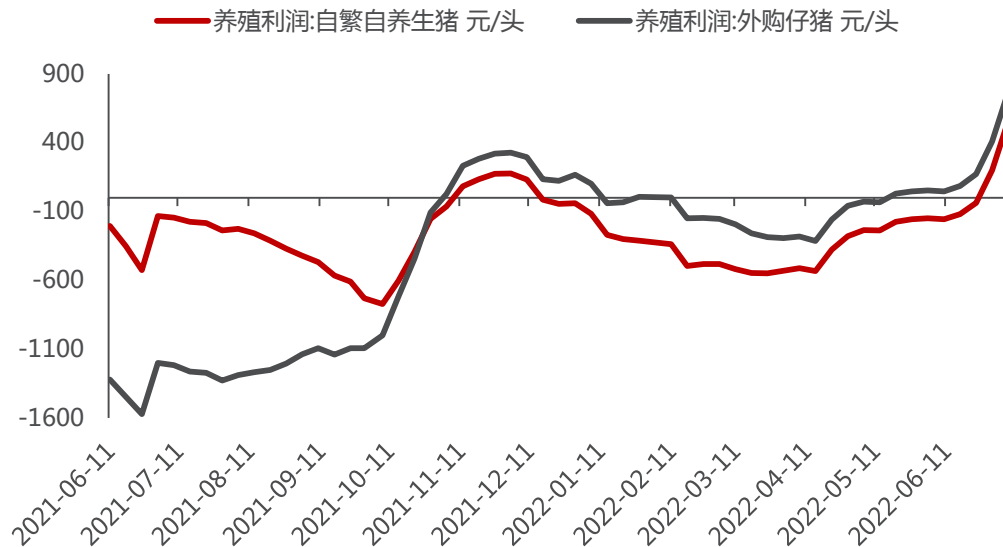


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 短期：动保行业经营边际随猪价上涨而好转

- 今年1月新生仔猪数量环比大幅下降，对应7月生猪供应量或将下滑，叠加能繁母猪于4月底已调减至绿色合理区间，猪价后期大概率继续震荡上行。4月初以来猪价涨幅已超80%，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，行业整体经营边际也将随之好转。

图表：生猪养殖利润走势

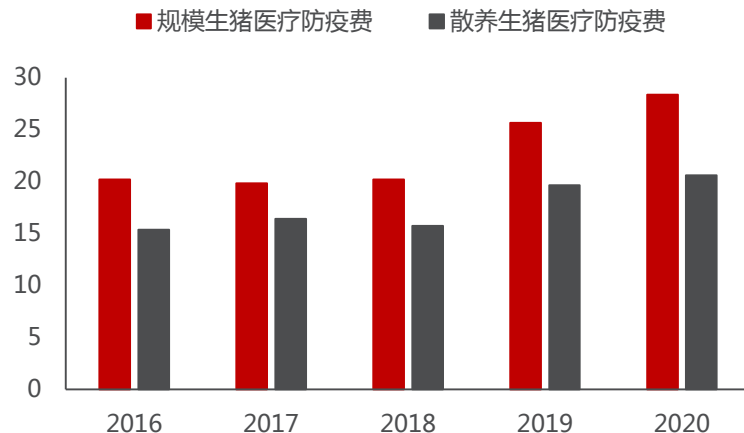


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 长期：养殖规模化、政府苗退出，都对动保企业提出更高的要求

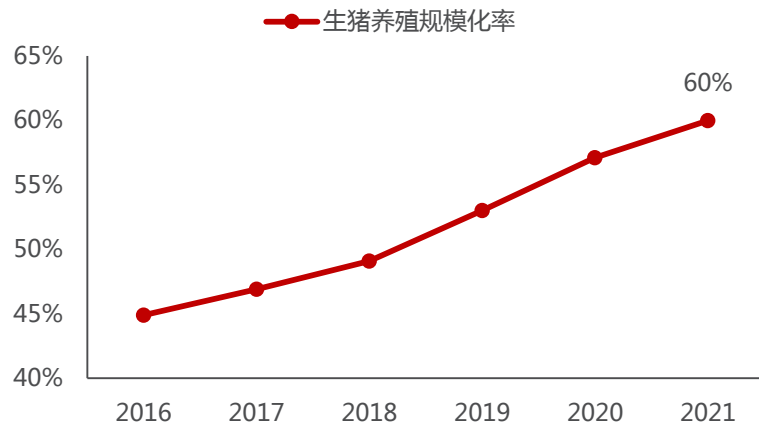
- 规模场面临疫病带来的潜在损失更大，防疫意识更高。近年来，我国畜禽养殖标准化规模化水平大幅提升，2021年全国生猪养殖规模化率达60%，同比提高3PCT。伴随养殖规模与养殖密度的提升，养殖户自主免疫意识明显提高，对动保产品的质量要求也更高，采购需求逐步从原有的单品采购转向整体防治方案采购。2020年行业整体头均医疗防疫费用为24.5元，较2016年提升了37.5%，其中规模养殖头均医疗防疫费用为28.4元，远高于散户养殖的20.6元。

图表：散养与规模养殖生猪防疫费用对比（元/头）



资料来源：全国农产品成本收益汇编，民生证券研究院

图表：生猪养殖规模化程度提升



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

3.2 长期：养殖规模化、政府苗退出，都对动保企业提出更高的要求

- 政府招采苗退出，推动行业市场化。2016年，农业部发文启动强制免疫“先打后补”试点工作，随后提出要在2022年年底实现规模养殖场(户)全覆盖，2025年年底逐步全面停止政府招标采购强免疫苗。
- 由于招标采购往往是价低者得，故招采苗的退出有望使行业整体产品单价得到进一步提升，在动保行业逐步进入完全市场化阶段的背景下，各企业新品研发积极性以及综合服务能力将得到进一步提升。

图表：2022年部分强免疫病政采苗与市场苗价格对比

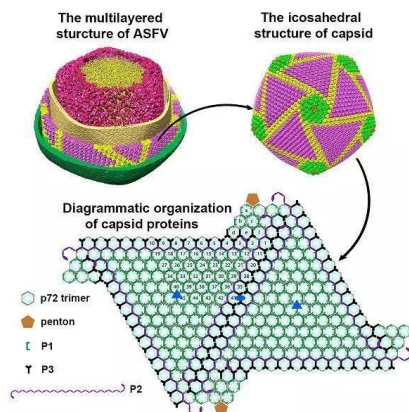
强免疫病		政采价格（元/头份）	市场终端价格（元/头份）
口蹄疫	中牧股份	2.0	2.2
	天康生物	1.6	7.8
	生物股份	2.0	6.9
猪瘟		0.3	2.1
猪蓝耳		0.5	3.4

资料来源：各地政府中标公告，淘宝商城，民生证券研究院（注：猪瘟、猪蓝耳为部分地区强免疫病）

3.2 非瘟疫苗进一步打开行业空间

- 非洲猪瘟病毒为双链DNA病毒，基因组长度为170~190kb，约为猪蓝耳病毒的12倍，目前已知的基因型有24个，可编码150~200种蛋白，目前仍有三成左右的蛋白功能未知。这种复杂的结构导致疫苗研制进程相对缓慢，国际主要的研发路线包括亚单位疫苗、天然弱毒疫苗、基因缺失疫苗、mRNA疫苗。当前世界各地的疫苗研发均取得了显著进展，尤其是在基因缺失疫苗方面。
- 越南的ASFV-G-ΔI177L基因缺失疫苗已于今年6月3日正式商业化流通，其定价折合人民币为10.2~10.4元/头份。国内普莱柯与兰兽所合作研发的非瘟亚单位疫苗前期已向农业农村部提交应急评价申请，若能顺利过审，或将加速上市进程，预计用户终端价在25-30元/头份。我们假设生猪年均出栏为6.25亿头，按60%规模化率来看，若规模养殖场实现非瘟疫苗全覆盖，市场空间可达187.5亿元，近三倍于2020年猪用生物制品总销售额。

图表：ASFV 的主要结构



资料来源：中国动物保健，民生证券研究院

图表：非瘟疫苗不同免疫覆盖率下的市场空间

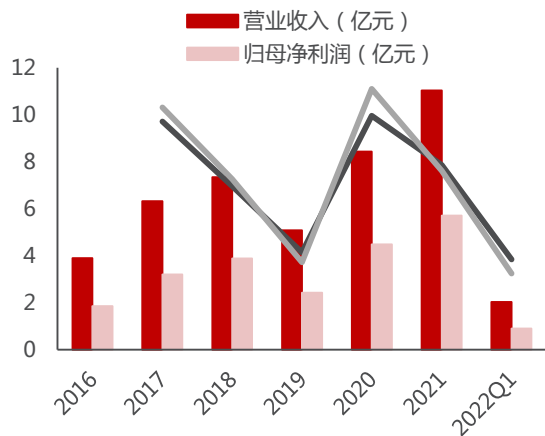
免疫覆盖率	市场空间（亿元）
10%	31.25
30%	93.75
60%	187.50
80%	250.00
100%	312.50

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院测算

3.3 科前生物——优质赛道绩优选手

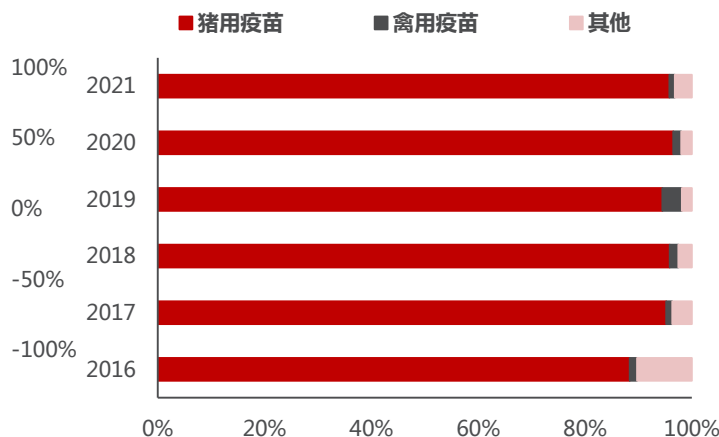
- 公司猪用疫苗业务占营收95%以上，作为2021年国内猪用疫苗收入超10亿企业的三家之一，公司毛利率常年维持在81%以上，高于行业平均77%的水平，稳坐细分赛道龙头地位。
- 2022年一季度，受新冠疫情及养殖业景气程度不佳影响，动保企业收入集体下滑。以市场化猪用疫苗为主的科前生物营收下降幅度相对较大，同比下降36.5%。伴随下游养殖端对动保产品需求持续增长，公司高附加值新品猪伪狂犬病gE基因缺失灭活疫苗（HNX-12株）的销售有望迎来放量，量价齐增下业绩值得期待。

图表：公司营收、归母净利润及增速



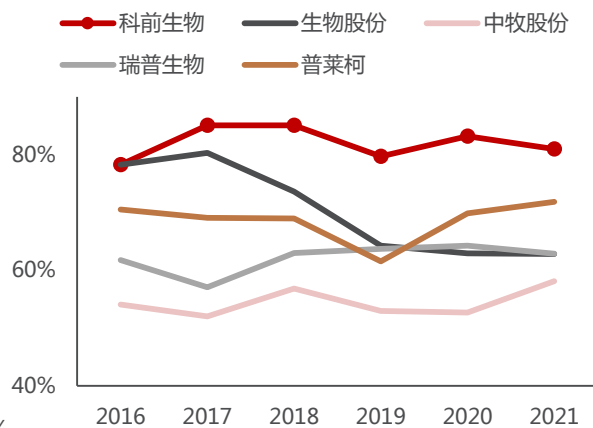
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：公司收入结构



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：公司毛利率与行业对比



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

3.3

科前生物——核心单品巩固护城河，新品储备加强优势

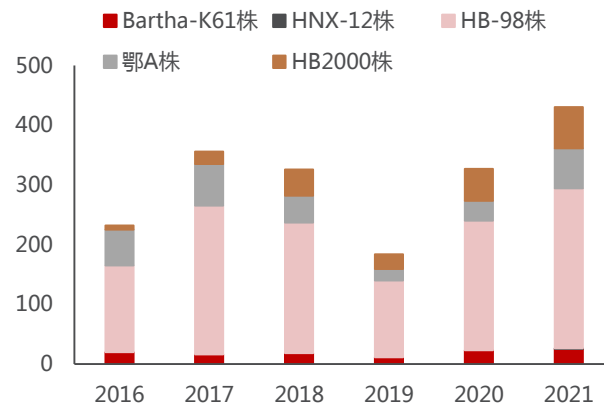
- 公司为猪伪狂犬疫苗领域龙头，目前拥有5款伪狂犬疫苗产品，其中，公司的猪伪狂犬病活疫苗（HB-98株）和猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（HB2000株）采用我国本土分离的猪源性地方流行毒株，疫苗适应性和免疫原性更强，更适用于我国本土生猪养殖业，因而成为公司的明星产品。
- 在研产品中，**公司目前有望于未来1~2年上市的三款在研产品均为市场上的空白产品**，其中，猪传染性胃肠炎-猪流行性腹泻-猪δ冠状病毒三联灭活疫苗（WH-1株+AJ1102株+CHN-HN-2014株）和猪支原体肺炎-副猪嗜血杆菌病二联灭活疫苗分别针对了仔猪肠道方面的疫病，以及猪呼吸道方面疾病两大综合问题；猪伪狂犬病-猪瘟二联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

图表：公司猪伪狂犬产品质量与行业相比

名称	哈药 伪美瑞	海利生物 伪可净	科前生物 科卫宁	科前生物 科伟净	普莱柯 普伪净
毒株	Bartha-K61	Bartha-K61	HB-98	HB-2000	HN1201-ΔgE
毒株类型	经典株	经典株	国内流行株	国内流行株	国内流行株
每头份病毒含量	$>5.0 \times 10^{3.0} \text{TCID}_{50}$	$>5.0 \times 10^{6.0} \text{TCID}_{50}$	$>5.0 \times 10^{5.0} \text{TCID}_{50}$	$>5.0 \times 10^{5.0} \text{TCID}_{50}$	$>5.0 \times 10^{8.5} \text{TCID}_{50}$
免疫期	12个月	12个月	6个月	6个月	4个月
佐剂	-	进口双相水包油包水佐剂	进口双相佐剂	进口双相佐剂	进口双相复乳佐剂

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

图表：公司不同毒株伪狂犬批签发次数（次）



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

3.3 科前生物

- 预计公司2022~2024年分别实现归母净利润5.97/7.71/10.22亿元，对应EPS分别为1.28/1.66/2.20元，对应PE分别为19/15/11倍，考虑到公司作为猪用疫苗细分领域龙头，维持“推荐”评级。
- 风险提示：新品上市不及预期；政策实施不及预期；突发性重大动物疫病。

图表：科前生物盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,103	1,216	1,527	1,945
增长率（%）	30.8	10.2	25.7	27.3
归属母公司股东净利润（百万元）	571	597	771	1,022
增长率（%）	27.5	4.6	29.1	32.5
每股收益（元）	1.23	1.28	1.66	2.20
PE	20	19	15	11
PB	3.7	3.2	2.7	2.2

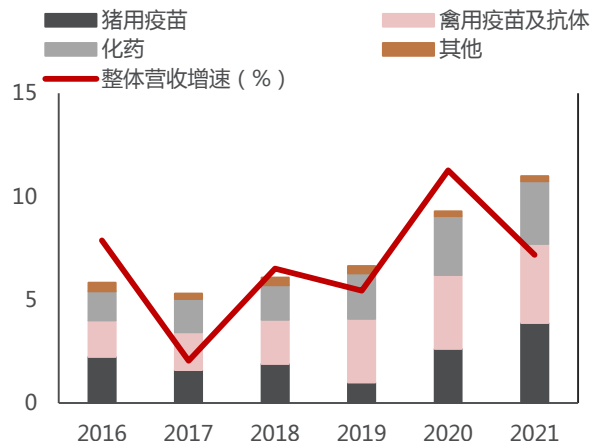
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测（注：股价日期为2022年7月12日）

3.3

普莱柯——板块布局完善，研发实力强劲

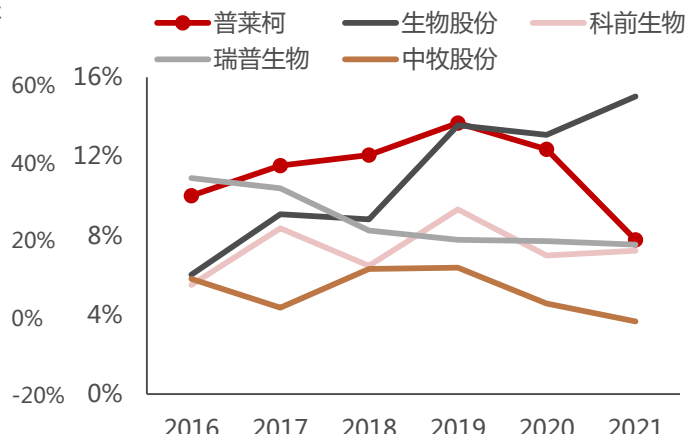
- 从收入构成来看，三大业务逐渐呈现三足鼎立之势。2021年猪用疫苗收入3.88亿元，占营收35.5%；禽用疫苗及抗体业务贡献收入3.82亿元，占营收34.8%；化药收入3.04亿元，占营收27.7%。从毛利构成来看，2021年猪用疫苗实现毛利3.19亿元，占比达44.5%；禽用疫苗及抗体业务毛利为2.33亿元，占比为32.4%；化药毛利为1.49亿元，占比为20.7%。
- 以首席专家为圆心，产学研合作平台扩大研发能力半径。公司现任副总经理田克恭教授，为世界动物卫生组织（OIE）猪繁殖与呼吸综合征参考实验室首席专家。2018-2020年间公司研发费用投入持续攀升，于2020年达到峰值1.15亿元，研发费用率均在12%以上，2021年研发费用率降为7.8%，与其他企业同期相比仍处于领先水平。

图表：公司营收结构及增速（亿元）



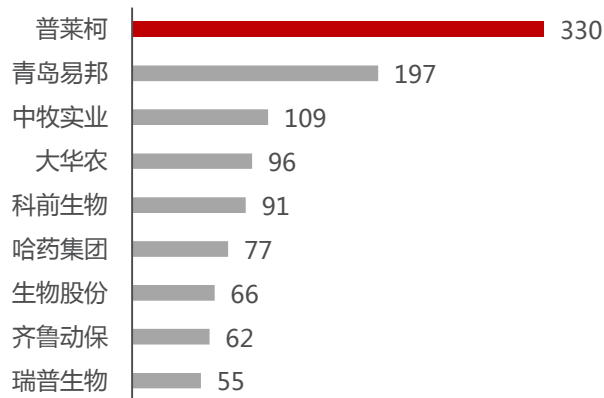
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：公司研发费用率情况与行业同比



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：截至2021年各企业专利数情况（个）



资料来源：企查查，民生证券研究院

3.3

普莱柯——板块布局完善，研发实力强劲

- **发挥亚单位平台优势，联合兰研所积极推动非瘟疫苗研发。**公司与兰研所合作研发非瘟亚单位疫苗（包括前期研发分工、亚单位蛋白的构建、半成品质量研究、中试生产、GCP资质等），目前处于应急评价阶段。亚单位疫苗在安全性方面存在绝对优势，且合作研发是双方共享知识产权，因此该疫苗若成功实现商业化，公司有望率先获得生产资质，进一步打开增量空间。此外，公司依赖强大的高效诊断试剂优势，成为哈兽所非瘟基因缺失疫苗的唯一一个协同研发单位，但不能与哈兽所共享知识产权。

图表：亚单位疫苗与其他疫苗对比

技术路线	亚单位疫苗	基因缺失疫苗	mRNA疫苗	灭活疫苗	病毒载体疫苗	DNA疫苗
研发速度	较快	慢	快	中等	较快	快
安全性	高	毒力返强 基因重组	高	较高	中等 转基因风险	中等 转基因风险
佐剂	需要	不依赖	不依赖	需要	不依赖	不依赖
免疫原性	较低 体液免疫为主	高 体液免疫 细胞免疫	高 细胞免疫 体液免疫	较低 体液免疫	高 体液免疫 细胞免疫	中等 体液免疫 细胞免疫

资料来源：CNKI，民生证券研究院整理

3.3

普莱柯——板块布局完善，研发实力强劲

- 预计公司2022~2024年分别实现归母净利润2.41/2.84/3.57亿元，对应EPS分别为0.75/0.88/1.11亿元，对应PE分别为34/29/23倍，考虑到公司具有行业领先的研发实力，且有望首批获得非瘟疫苗生产资质，维持“推荐”评级。
- 风险提示：下游养殖业景气程度不及预期；产能释放不及预期；政策实施不及预期。

图表：普莱柯盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,099	1,124	1,336	1,622
增长率（%）	18.3	2.3	18.9	21.4
归属母公司股东净利润（百万元）	244	241	284	357
增长率（%）	7.2	-1.2	17.9	25.6
每股收益（元）	0.76	0.75	0.88	1.11
PE	34	34	29	23
PB	4.58	4.04	3.55	3.07

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测（注：股价日期为2022年7月12日）

04. 风险提示

1.政策调控导致猪价反弹不及预期风险：

猪价上涨国家抛储、加大进口等手段调节导致猪价反弹幅度不及预期的风险。

2.重大突发动物疫病风险：

动物疫病方面，冬季属于动物呼吸道疾病高发季节，非洲猪瘟在低温环境下仍有反复可能，一旦疫病爆发，将会造成产能损失、增加养殖成本，冲击养殖业与动保行业；

3.天气灾害导致原材料价格波动风险：

玉米、小麦、稻谷等主粮价格若遭遇恶劣天气导致供应下滑，将造成原材料价格大幅上涨，提升养殖业经营成本，拉低业绩。

05. 附录

图表：巨星农牧财务估值模型

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,983	4,609	9,541	12,023
营业成本	2,416	3,850	6,924	9,245
营业税金及附加	10	24	45	56
销售费用	38	60	124	155
管理费用	124	209	345	493
研发费用	15	29	59	70
EBIT	384	449	2,071	2,038
财务费用	48	52	57	46
资产减值损失	-3	5	5	5
投资收益	12	10	24	32
营业利润	296	385	1,968	1,921
营业外收支	-19	-5	10	7
利润总额	278	380	1,978	1,928
所得税	11	15	79	77
净利润	267	365	1,899	1,851
归属于母公司净利润	259	354	1,839	1,795
EBITDA	620	766	2,454	2,504

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	544	1,004	1,570	2,325
应收账款及票据	106	1,433	723	1,928
预付款项	102	104	220	312
存货	1,326	2,101	3,680	4,035
其他流动资产	38	77	162	141
流动资产合计	2,117	4,719	6,354	8,741
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,754	2,905	3,705	4,516
无形资产	112	131	160	174
非流动资产合计	3,899	5,111	5,754	6,704
资产合计	6,016	9,830	12,109	15,444
短期借款	714	741	768	668
应付账款及票据	453	2,175	1,658	3,207
其他流动负债	552	805	1,620	1,905
流动负债合计	1,718	3,721	4,046	5,781
长期借款	689	1,189	1,289	1,089
其他长期负债	280	1,253	1,233	1,213
非流动负债合计	970	2,443	2,523	2,303
负债合计	2,688	6,164	6,569	8,084
股本	506	506	506	506
少数股东权益	39	50	110	166
股东权益合计	3,328	3,666	5,540	7,361
负债和股东权益合计	6,016	9,830	12,109	15,444

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	107.26	54.53	106.99	26.01
EBIT增长率	32.03	16.80	361.24	-1.62
净利润增长率	102.84	36.63	419.76	-2.41
盈利能力 (%)				
毛利率	18.99	16.49	27.42	23.10
净利率	8.68	7.68	19.28	14.93
总资产收益率ROA	4.31	3.60	15.19	11.62
净资产收益率ROE	7.87	9.78	33.87	24.95
偿债能力				
流动比率	1.23	1.27	1.57	1.51
速动比率	0.40	0.68	0.61	0.76
现金比率	0.32	0.27	0.39	0.40
资产负债率 (%)	44.68	62.71	54.25	52.34
经营效率				
应收账款周转天数	18.16	60.14	40.67	39.66
存货周转天数	160.39	160.00	150.00	150.00
总资产周转率	0.58	0.58	0.87	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.70	3.63	3.55
每股净资产	6.50	7.15	10.73	14.22
每股经营现金流	0.31	1.20	3.24	5.29
每股股利	0.05	0.05	0.05	0.06
估值分析				
PE	65	48	9	9
PB	5.1	4.7	3.1	2.4
EV/EBITDA	29.08	24.89	7.58	7.00
股息收益率 (%)	0.16	0.16	0.15	0.18

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	267	365	1,899	1,851
折旧和摊销	236	317	383	466
营运资金变动	-447	-157	-762	214
经营活动现金流	155	608	1,638	2,677
资本开支	-1,063	-1,564	-1,106	-1,525
投资	18	0	0	0
投资活动现金流	-1,035	-1,558	-1,077	-1,494
股权募资	420	0	0	0
债务募资	556	1,500	107	-320
筹资活动现金流	1,010	1,411	4	-428
现金净流量	130	460	565	756

图表：温氏股份财务估值模型

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	64,965	83,975	114,078	153,130
营业成本	70,356	69,959	87,003	105,388
营业税金及附加	109	143	194	260
销售费用	813	1,075	1,460	1,914
管理费用	4,759	6,155	8,442	11,347
研发费用	603	781	1,061	1,424
EBIT	-11,573	5,862	15,918	32,797
财务费用	1,163	738	392	-508
资产减值损失	-2,194	-168	-145	-103
投资收益	794	185	285	536
营业利润	-12,964	5,350	16,014	34,334
营业外收支	-180	-226	-249	-216
利润总额	-13,144	5,125	15,765	34,118
所得税	404	195	615	1,331
净利润	-13,548	4,930	15,151	32,788
归属于母公司净利润	-13,404	4,802	14,793	31,903
EBITDA	-5,939	9,928	20,134	37,365

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,633	13,061	17,604	39,097
应收账款及票据	412	416	600	846
预付款项	857	904	1,332	1,420
存货	14,944	15,512	18,992	22,940
其他流动资产	11,743	16,120	18,536	23,486
流动资产合计	35,589	46,014	57,064	87,789
长期股权投资	749	845	958	1,107
固定资产	35,404	34,790	34,001	31,901
无形资产	1,762	1,962	2,167	2,373
非流动资产合计	61,199	61,435	60,020	58,252
资产合计	96,788	107,450	117,084	146,041
短期借款	1,757	2,173	100	100
应付账款及票据	6,772	5,019	6,865	8,674
其他流动负债	11,156	12,223	13,934	16,295
流动负债合计	19,685	19,416	20,899	25,068
长期借款	18,385	19,385	14,385	11,385
其他长期负债	23,969	28,969	26,969	21,969
非流动负债合计	42,355	48,355	41,355	33,355
负债合计	62,039	67,770	62,254	58,423
股本	6,352	6,352	6,352	6,352
少数股东权益	2,301	2,429	2,787	3,672
股东权益合计	34,749	39,679	54,830	87,618
负债和股东权益合计	96,788	107,450	117,084	146,041

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	-13.31	29.26	35.85	34.23
EBIT增长率	-256.07	150.65	171.53	106.04
净利润增长率	-280.51	135.83	208.03	115.66
盈利能力（%）				
毛利率	-8.30	16.69	23.73	31.18
净利率	-20.85	5.87	13.28	21.41
总资产收益率ROA	-13.85	4.47	12.63	21.84
净资产收益率ROE	-41.31	12.89	28.42	38.00
偿债能力				
流动比率	1.81	2.37	2.73	3.50
速动比率	1.00	1.52	1.76	2.53
现金比率	0.39	0.67	0.84	1.56
资产负债率（%）	64.10	63.07	53.17	40.00
经营效率				
应收账款周转天数	2.31	1.84	1.94	2.03
存货周转天数	77.53	81.45	79.89	79.62
总资产周转率	0.67	0.78	0.97	1.05
每股指标（元）				
每股收益	-2.08	0.74	2.29	4.94
每股净资产	5.03	5.77	8.06	13.00
每股经营现金流	0.12	0.85	2.89	5.27
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	33	11	5
PB	5.0	4.3	3.1	1.9
EV/EBITDA	-33.34	20.04	9.21	4.17
股息收益率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-13,548	4,930	15,151	32,788
折旧和摊销	5,634	4,066	4,216	4,568
营运资金变动	2,498	-4,980	-1,924	-3,910
经营活动现金流	766	5,464	18,646	34,002
资本开支	-9,664	-4,429	-2,913	-2,790
投资	-710	-953	-1,243	-1,346
投资活动现金流	-10,253	-5,197	-3,871	-3,599
股权募资	816	0	0	0
债务募资	19,724	6,416	-9,073	-8,000
筹资活动现金流	17,005	5,161	-10,232	-8,909
现金净流量	7,514	5,428	4,543	21,493

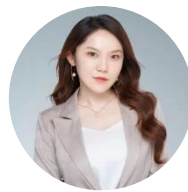
THANKS 致谢



分析师 周泰

执业证号：S0100521110009

邮件：zhoutai@mszq.com



研究助理 徐菁

执业证号：S0100121110034

邮件：xujing@mszq.com

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19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

分析师声明：

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。	公司评级	推荐
		谨慎推荐
		中性
		回避
	行业评级	推荐
		中性
		回避

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。