

业绩与估值双增长逻辑逐步兑现

2022 年 08 月 10 日

➤ **事件概述。**公司于 8 月 9 日发布 2022 年中报，预计上半年实现营收 5.13 亿元，同比下降 11.49%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比下降 50.94%。其中，Q2 实现营收 2.67 亿元，同比下降 1.16%，环比增长 9.02%；实现归母净利润 0.43 亿元，同比下降 44.32%，环比增长 13.89%。同日，公司股价大涨 6.4%，较 4 月底涨幅已超 85%，估值中枢逐步上移。

➤ **各业务收入均明显改善，盈利能力持续回升。**上半年公司猪用疫苗、禽用疫苗及抗体、化药分别实现收入 1.79、1.76、1.40 亿元，同比分别为-9.8%、-8.7%、-20.4%，其中一季度同比分别为-24%、-11%、-30%，降幅均明显缩窄。盈利能力较强的猪用疫苗产品收入占比进一步提升，其中公司主力产品圆环系列与腹泻系列收入较去年同期基本持平，保持较强的竞争力。公司毛利率自去年四季度大幅下降以来，已连续两个季度持续回升，今年二季度实现毛利率 62.59%，环比提高 0.74PCT。

➤ **持续推动技术创新，新品研发层出不穷。**上半年公司研发投入 2355.81 万，同比下降 40.47%，主要系委托外部研发费用减少所致。公司自主研发的猪伪狂犬病活疫苗 (HN1201-R1 株) 目前处于新兽药注册阶段，有望成为 2011 年后变异毒株研发项目中首个获批的活疫苗；一针型圆环 (亚单位) - 支原体二联灭活疫苗正按照有关评审意见对新兽药注册资料进行补充完善，新品上市后将进一步巩固公司在圆环疫苗领域的先发优势。此外，公司生物安全三级实验室 (BSL-3/ABSL-3) 通过建设审查，获批牵头组建河南省动物医药与药品产业研究院，力争于 2023 年上半年完成建设，其将为公司取得一类动物病原微生物研发资质并开展相关实验活动提供必要条件，也将大大提高公司在重大动物疫病防控方面的研发效率和创新成果转化能力。

➤ **有效执行“大客户”营销策略，树立品牌形象。**公司以战略客户部为基础，统筹畜、禽养殖前 30 名的大型养殖集团的开发和服务工作，坚持“药苗联动”和“一户一策”的销售策略，基于不同规模养殖客户的需求和行业痛点，优化配置资源并制定有针对性的疫病防控策略和方案，有效提升了客户粘性，超额完成既定预算目标。上半年收入增量主要来自于生猪养殖的前十大客户，同时还新增大型养殖集团客户 10 余家，集团客户销售占比持续提升。

➤ **投资建议：**预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 2.41、2.84、3.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.75、0.88、1.11 元。公司凭借强大的基因工程技术实力，积极参与非瘟亚单位疫苗的研发，目前已处于应急评价准备阶段。公司预计用户终端价在 25~30 元，其免疫用量为头均两次，我们假设生猪出栏 6 亿头，若实现免疫全覆盖，市场规模可达 300~360 亿元，考虑到非瘟疫苗对养殖业意义重大，我们保守估计在上市第一年渗透率为 20%，则其市场规模可达 60~72 亿元。故未来非瘟疫苗的成功商业化将为公司带来可观的业绩增长，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**养殖业景气度不及预期；产能释放不及预期；政策实施不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,099	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	46	46	39	31
PB	6.2	5.4	4.8	4.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 9 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

34.60 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

相关研究

1. 普莱柯 (603566.SH) 2022 年中报业绩预告点评：上半年业绩承压，看好公司长期发展 -2022/07/12

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	1,099	1,124	1,336	1,622
营业成本	380	379	439	496
营业税金及附加	11	13	15	18
销售费用	300	302	367	442
管理费用	92	100	116	141
研发费用	86	107	136	187
EBIT	263	224	263	338
财务费用	-2	-3	-4	-6
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-0	-0	3	1
营业利润	285	267	319	405
营业外收支	-0	8	7	5
利润总额	284	275	326	410
所得税	40	34	42	53
净利润	244	241	284	357
归属于母公司净利润	244	241	284	357
EBITDA	322	301	341	422

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	169	281	394	557
应收账款及票据	294	284	344	415
预付款项	6	5	6	7
存货	171	166	189	218
其他流动资产	94	101	101	106
流动资产合计	733	837	1,034	1,303
长期股权投资	184	194	205	214
固定资产	445	626	760	871
无形资产	276	304	336	370
非流动资产合计	1,435	1,563	1,707	1,848
资产合计	2,168	2,400	2,741	3,151
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	49	51	58	66
其他流动负债	297	285	334	380
流动负债合计	346	336	393	446
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	22	22	22	22
非流动负债合计	22	22	22	22
负债合计	368	359	415	468
股本	321	321	321	321
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,800	2,042	2,326	2,683
负债和股东权益合计	2,168	2,400	2,741	3,151

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	18.31	2.30	18.85	21.42
EBIT 增长率	26.98	-14.84	17.60	28.45
净利润增长率	7.20	-1.24	17.89	25.56
盈利能力 (%)				
毛利率	65.41	66.29	67.13	69.39
净利润率	22.22	21.45	21.28	22.01
总资产收益率 ROA	11.26	10.05	10.37	11.33
净资产收益率 ROE	13.56	11.81	12.22	13.30
偿债能力				
流动比率	2.12	2.49	2.63	2.92
速动比率	1.61	1.98	2.14	2.42
现金比率	0.49	0.84	1.00	1.25
资产负债率 (%)	16.96	14.94	15.14	14.86
经营效率				
应收账款周转天数	96.90	91.48	93.28	92.68
存货周转天数	163.85	159.51	156.93	160.10
总资产周转率	0.51	0.47	0.49	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.75	0.88	1.11
每股净资产	5.60	6.35	7.23	8.34
每股经营现金流	0.66	0.97	1.01	1.19
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	46	46	39	31
PB	6.2	5.4	4.8	4.1
EV/EBITDA	33.99	36.02	31.50	25.01
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	244	241	284	357
折旧和摊销	59	77	77	84
营运资金变动	-86	-0	-28	-52
经营活动现金流	213	311	324	383
资本开支	-316	-180	-195	-205
投资	178	-18	-19	-16
投资活动现金流	-131	-198	-212	-220
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-158	0	0	0
现金净流量	-76	113	112	163

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
行业评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026