

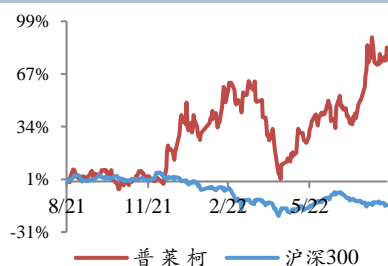
# 动保板块景气度回升，非瘟疫苗前景值得期待

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-28

收盘价(元)	33.44
近12个月最高/最低(元)	34.60/17.40
总股本(百万股)	321
流通股本(百万股)	321
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	108
流通市值(亿元)	108

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：万定宇

执业证书号：S0010122030020

邮箱：wandy@hazq.com

## 相关报告

1. 普莱柯中报点评：Q2业绩环比改善，力争提交非瘟疫苗应急评价申请  
2022-08-10

2. 普莱柯 (603566.SH)：养殖业步入上行周期，主力产品销量有望重回快车道  
2022-08-01

## 主要观点：

### ● 畜禽疫苗品类扩充，满足下游养殖业疫病防控迫切需求

公司持续推进与兰研所合作开发的非洲猪瘟亚单位疫苗研究，目前正按照农业农村部对非洲猪瘟亚单位疫苗的应急评价资料要求和疫苗免疫效力指导原则完善相关实验研究；猪口蹄疫（O型+A型）二价三组分亚单位疫苗已完成工艺参数研究和论证，目前处于临床前研究收尾阶段；公司与哈兽研合作开发的高致病性禽流感（H5型+H7型）重组三价亚单位疫苗（杆状病毒载体）目前正按照要求在吉林、山东和河南等3个省份开展临床试验，项目整体进展顺利。

### ● 生猪养殖行业步入盈利期，2H2022板块景气度开始回升

2021年，猪价快速下行，生猪养殖行业陷入亏损，全国猪用疫苗景气度大幅回落。除猪圆环疫苗（+27.9%）、猪瘟疫苗（+9.3%）和口蹄疫苗（+5.1%）销量同比保持正增长外，其他主要猪用疫苗销量均出现一定程度下降，猪伪狂犬疫苗销量同比减少超过40%。2022年4月，生猪养殖行业重新步入盈利期，6月猪用疫苗景气度明显改善，猪乙型脑炎疫苗销量同比增长156%，口蹄疫苗（+50%）、高致病性猪蓝耳疫苗（+22%）等增幅也较为明显。

### ● 积极参与非瘟亚单位疫苗研发，动保行业有望扩容

2018年非洲猪瘟进入我国，一直是影响我国生猪养殖业最严重的疫病之一。公司与中国农业科学院兰州兽医研究所开展技术合作，参与非洲猪瘟亚单位疫苗的联合科研攻关，目前已经取得一系列重要成果，正处于补充实验和数据整理阶段。根据我们测算，非瘟疫苗若商业化应用，预计市场价可达20元/头份，按照我国能繁母猪2,500万头，生猪6.5亿头计算，合计市场容量或可接近200亿元，猪苗空间将显著扩容。

### ● 投资建议

公司是我国兽用疫苗行业龙头企业，政策上将充分受益疫苗行业系统性升级和市场苗快速发展，从行业趋势看，将受益于2022-2024猪用疫苗景气度快速提升。我们预计2022-2024年公司实现主营业务收入11.67亿元、14.58亿元、17.84亿元，同比增长6.2%、25.0%、22.3%，对应归母净利润2.25亿元、3.03亿元、3.96亿元，同比增速为-7.7%、34.6%、30.5%，对应EPS分别为0.70元、0.94元、1.23元，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

疫苗政策变化；动物疫病；产品研发风险。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1099	1167	1458	1784
收入同比 (%)	18.3%	6.2%	25.0%	22.3%
归属母公司净利润	244	225	303	396
净利润同比 (%)	7.2%	-7.7%	34.6%	30.5%
毛利率 (%)	65.4%	62.0%	63.1%	63.8%
ROE (%)	13.6%	11.1%	13.0%	14.5%
每股收益 (元)	0.78	0.70	0.94	1.23
P/E	28.33	47.70	35.44	27.15
P/B	3.95	5.31	4.62	3.95
EV/EBITDA	21.52	16.10	12.13	9.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 营收稳步增长，利润受下游景气影响大 .....	5
2 畜禽疫苗品类扩充，板块景气度开始回升 .....	6
2.1 聚焦非瘟、口蹄疫、高致病性禽流感三大单品 .....	6
2.2 猪价步入上行周期，猪用疫苗景气度回升 .....	6
3 猪苗销售拐点已至，禽苗化药稳定增长 .....	8
3.1 圆环、猪瘟、腹泻是公司猪苗主要业绩来源 .....	8
3.2 圆环产品持续发力，1H2022 销量受猪价拖累 .....	9
3.3 公司猪瘟疫苗销量受养殖端影响明显 .....	12
3.4 胃腹二联苗销量大增，伪狂犬疫苗受猪价影响较大 .....	13
3.5 禽苗收入增长稳定、化药坚持优质高价 .....	15
4 非瘟疫苗市场潜力值得期待 .....	16
4.1 非瘟疫苗的研发及评审 .....	16
4.2 非瘟疫苗研发进展及成果 .....	18
4.3 非瘟疫苗市场空间测算 .....	21
5 盈利预测、估值及投资评级 .....	21
5.1 盈利预测 .....	21
5.2 投资建议 .....	23
风险提示: .....	23
财务报表与盈利预测 .....	24

## 图表目录

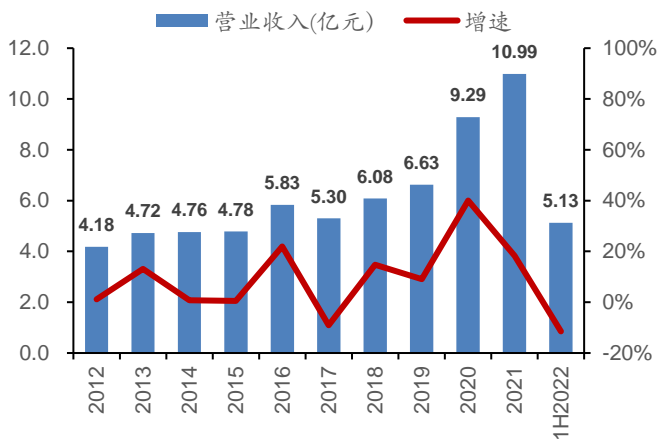
图表 1 2012-1H2022 公司营收及增速 (亿元)	5
图表 2 2012-1H2022 公司归母净利润及增速 (亿元)	5
图表 3 2012-2021 年公司各品类收入占比	5
图表 4 公司兽药品类增长潜力表	6
图表 5 2017-2021 年主要猪用疫苗批签发对照图 (次)	7
图表 6 2022 年 1-6 月主要猪用疫苗批签发同比增速	7
图表 7 2021 年以来公司猪用疫苗产品批签发增速	7
图表 8 2012-2021 年公司猪苗收入、利润走势图 (单位: 百万元)	8
图表 9 2021 年公司猪苗收入结构	9
图表 10 2021 年公司圆环收入结构	9
图表 11 公司猪圆环病毒疫苗批签发数据 (单位: 次)	10
图表 12 公司猪圆环病毒疫苗批签发数据 (单位: 次)	11
图表 13 公司猪圆支二联苗批签发数据 (单位: 次)	11
图表 14 公司猪副二联苗批签发数据 (单位: 次)	11
图表 15 公司猪圆环亚单位疫苗批签发数据 (单位: 次)	11
图表 16 公司猪圆环病毒疫苗批签发季度数据 (单位: 次)	11
图表 17 我国猪瘟 E2 基因工程苗进展列表	12
图表 18 公司猪瘟活疫苗批签发情况	13
图表 19 公司胃腹二联苗批签发数据	14
图表 20 公司猪伪狂犬疫苗批签发数据	14
图表 21 公司猪伪狂犬疫苗、胃腹二联苗批签发数据	14
图表 22 2012-2021 年公司禽苗及抗体收入利润走势图 (单位: 百万元)	15
图表 23 2012-2021 年公司兽用化药收入利润走势图 (单位: 百万元)	16
图表 24 非瘟疫苗研发路径	16
图表 25 兽药产品上市流程	17
图表 26 兽药注册评审工作方式	17
图表 27 公司非瘟疫苗准备材料列表	18
图表 28 非洲猪瘟全病毒与多种动物病毒对比三维结构图	19
图表 29 非洲猪瘟病毒的 MGF-505-7R 负调控 cGAS-STING 通路的分子机制	19
图表 30 非洲猪瘟病毒 E120R 蛋白靶向负调控 cGAS-STING 通路的分子机制	19
图表 31 免疫抑制基因 MGF360-9L 拮抗天然免疫应答的分子机制	20
图表 32 非瘟疫苗市场空间 (单位: 亿元)	21
图表 33 公司收入成本预测表, 百万元、%	22

## 1 营收稳步增长，利润受下游景气影响大

公司收入总体呈上升趋势。2012-2021年，公司营业收入从4.18亿元增长至10.99亿元，年复合增长率11.3%。

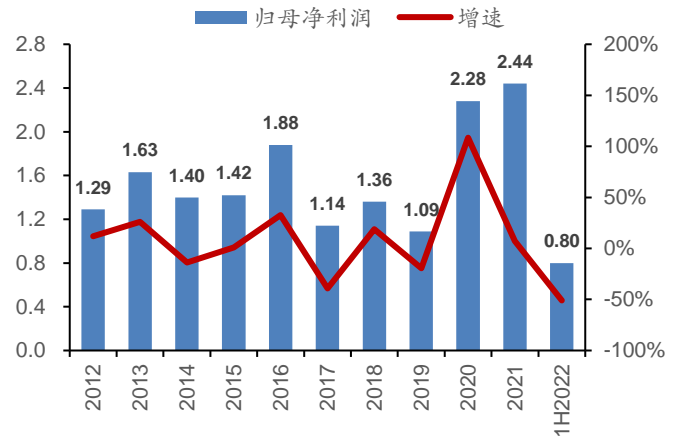
利润受下游景气影响大。2012-2021年，公司归母净利润从1.29亿元增长至2.44亿元，年复合增长率7.34%，总体呈上升趋势。2017年主要受到政府采购收入下降影响，归母净利润同比下降39.3%；2019年受非瘟疫情影响，猪用疫苗销售收入下滑，归母净利润同比下降19.4%；随着2020年生猪养殖行情开始向好，生猪产能恢复带动疫苗需求增长，公司业绩回升，增长明显；2H2021生猪养殖行业开始陷入亏损，1H2022公司收入同比下降11.5%，归母净利润同比下降50.9%。

图表 1 2012-1H2022 公司营收及增速 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

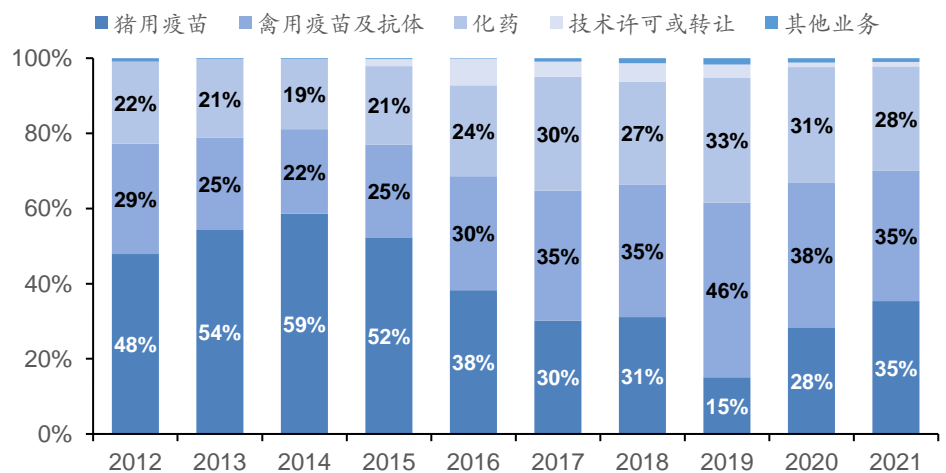
图表 2 2012-1H2022 公司归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

畜禽疫苗、化药是公司主要收入、利润来源。2021年，公司猪用疫苗、禽用疫苗及抗体、化药占营业收入的比重依次为35.3%、34.8%、27.7%；毛利率分别为82.4%、61.0%和48.9%。

图表 3 2012-2021 年公司各品类收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 畜禽疫苗品类扩充，板块景气度开始回升

### 2.1 聚焦非瘟、口蹄疫、高致病性禽流感三大单品

**重大动物疫病基因工程亚单位疫苗研制进展顺利。**公司持续推进与兰研所合作开发的非洲猪瘟亚单位疫苗研究，目前正按照农业农村部对非洲猪瘟亚单位疫苗的应急评价资料要求和疫苗免疫效力指导原则完善相关实验研究，力争早日提交应急评价申请；猪口蹄疫（O型+A型）二价三组分亚单位疫苗已完成工艺参数研究和论证，目前处于临床前研究收尾阶段；公司与哈兽研合作开发的高致病性禽流感（H5型+H7型）重组三价亚单位疫苗（杆状病毒载体）目前正按照要求在吉林、山东和河南等3个省份开展临床试验，项目整体进展顺利。

**积极布局重点产品，满足下游养殖业疫病防控迫切需求。**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，有望成为首个获批的猪伪狂犬病流行株活疫苗；圆环（亚单位）-支原体二联灭活疫苗、新支流法腺五联灭活疫苗按照有关评审意见对新兽药注册资料进行补充完善；猪瘟E2蛋白亚单位疫苗有望近期上市；新支流减腺五联灭活疫苗已完成临床试验，目前正按照相关要求整理新兽药注册申报材料；此外含有多个亚单位组分的禽用四联、五联疫苗已相继完成临床试验或进入新兽药注册阶段。

图表 4 公司兽药品类增长潜力表

	品类	2021 年收入估算 (亿元)	2021 年市场规模 (亿元)	品类增长潜力
猪苗	圆环	2.6	30	
	猪瘟	0.6	15	猪瘟亚单位疫苗潜在空间 1.5 亿元
	腹泻	0.6	市场规模较小	
	口蹄疫	<1 亿	>30	未来 2-3 年收入空间 3 亿元
	猪伪狂		>20	潜在空间 2 亿元
禽苗	常规禽苗	3.5	35	未来 4-5 年收入空间 7 亿元
	高致病性禽流感	>0.3	>30	未来 3-5 年潜在空间 3 亿元
	化药	3.2		2026-2027 年收入空间 5-6 亿

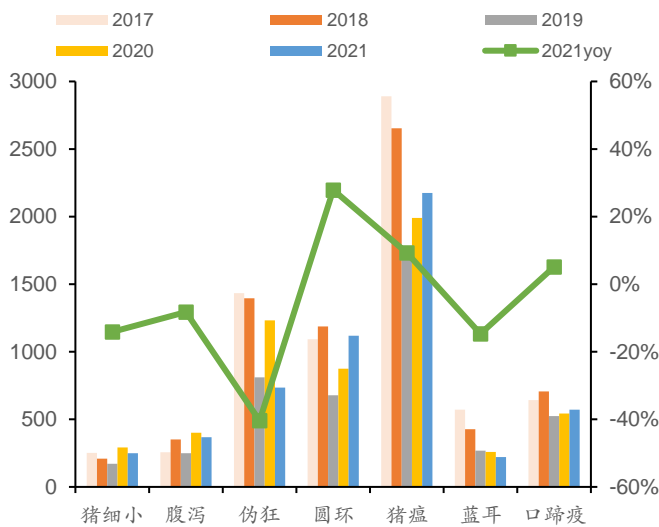
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

### 2.2 猪价步入上行周期，猪用疫苗景气度回升

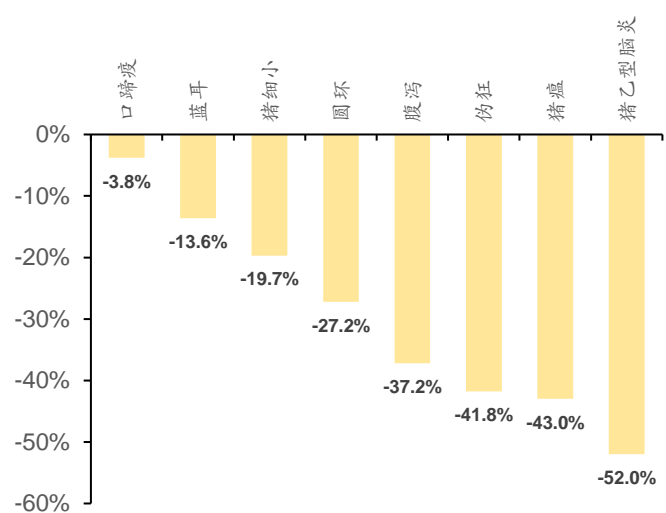
2021年,猪价快速下行,生猪养殖行业陷入亏损,全国猪用疫苗景气度大幅回落,批签发数据同比增速由高到低依次为,猪圆环疫苗27.9%、猪瘟疫苗9.3%、口蹄疫苗5.1%、腹泻苗-8.3%、猪细小病毒疫苗-14.1%、高致病性猪蓝耳疫苗-14.7%、猪伪狂犬疫苗-40.4%。

2022年4月,生猪养殖行业重新步入盈利期,6月猪用疫苗景气度明显改善,6月猪用疫苗批签发数同比增速由高到低依次为,猪乙型脑炎疫苗156%、口蹄疫苗50%、高致病性猪蓝耳疫苗22%、猪细小病毒疫苗15%、猪圆环疫苗12.7%、猪瘟疫苗7%、腹泻苗-6.0%、猪伪狂犬疫苗-14%。2022年1-6月,猪用疫苗批签发数同比增速由高到低依次为,口蹄疫苗-3.8%、高致病性猪蓝耳疫苗-13.6%、猪细小病毒疫苗-19.7%、猪圆环疫苗-27.2%、腹泻苗-37.2%、猪伪狂犬疫苗-41.8%、猪瘟疫苗-43.0%、猪乙型脑炎疫苗-52%。

图表 5 2017-2021 年主要猪用疫苗批签发对照图 (次)



图表 6 2022 年 1-6 月主要猪用疫苗批签发同比增速



资料来源: 国家兽药基础数据库, 华安证券研究所

资料来源: 国家兽药基础数据库, 华安证券研究所

图表 7 2021 年以来公司猪用疫苗产品批签发增速

单月 yoy	猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗 (HN1201-ΔgE 株)	伪狂犬活疫苗 (Bartha-K61 株)	伪狂犬疫苗合计	猪胃腹二联苗	猪瘟活疫苗	猪圆环病毒疫苗
2021.1	200%	-100%	50%	-33%	-33%	-36%
2021.2	100%	N.A.	100%	N.A.	22%	0%
2021.3	-100%	0%	-50%	↑	67%	200%
2021.4	↑	0%	200%	↑	175%	50%
2021.5	↑	50%	75%	N.A.	-88%	33%
2021.6	↑	0%	50%	↑	0%	43%
2021.7	↑	-100%	-50%	↑	-40%	0%
2021.8	N.A.	↑	N.A.	-50%	20%	500%
2021.9	-100%	-70%	-73%	400%	-38%	20%
2021.10	N.A.	↓	N.A.	-100%	25%	267%

2021.11	N.A.	200%	200%	-100%	-64%	-44%
2021.12	-100%	-56%	-67%	-100%	↑	-58%
2022.1	-100%	N.A.	-100%	-100%	100%	-57%
2022.2	-50%	N.A.	-50%	↑	-100%	-67%
2022.3	N.A.	100%	100%	0%	20%	-56%
2022.4	-100%	-100%	-100%	0%	-82%	-67%
<b>2022.5</b>	<b>0%</b>	<b>-50%</b>	<b>-43%</b>	<b>↑</b>	<b>0%</b>	<b>-50%</b>
<b>2022.6</b>	<b>0%</b>	<b>50%</b>	<b>33%</b>	<b>200%</b>	<b>0%</b>	<b>-50%</b>

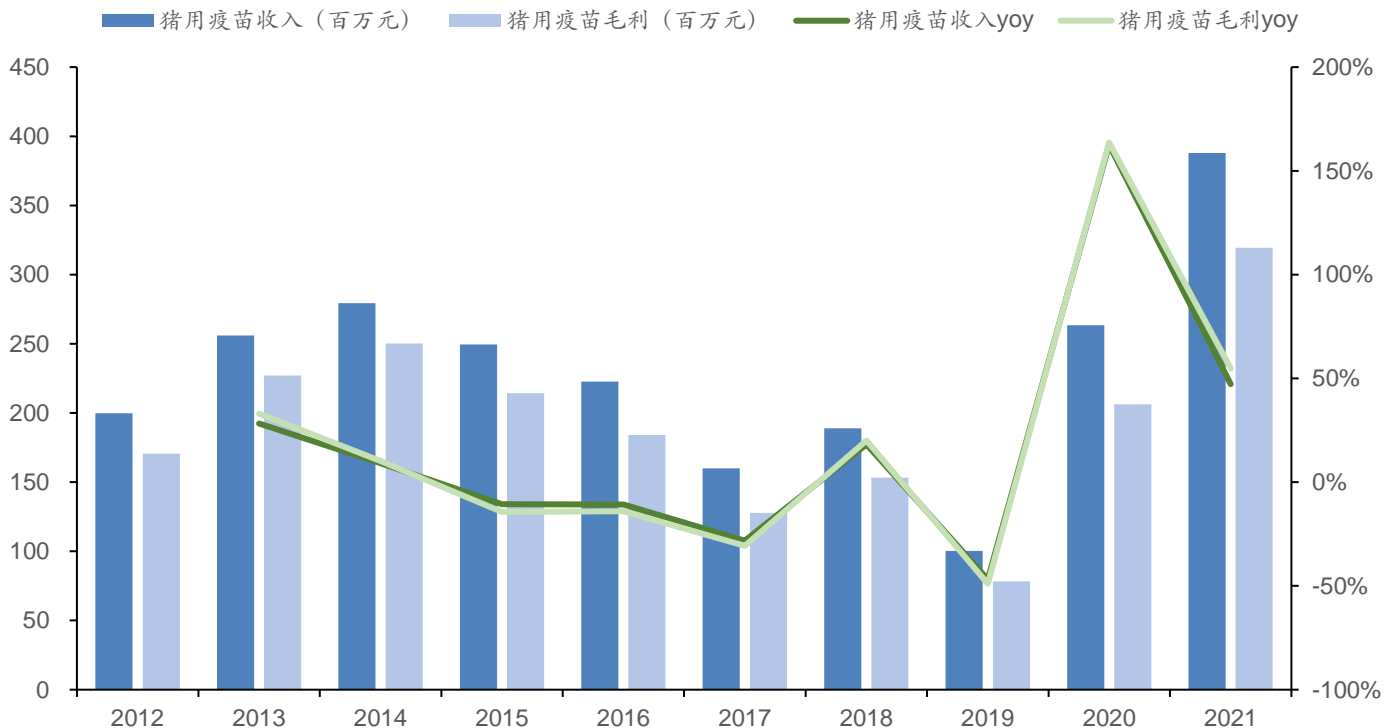
资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

### 3 猪苗销售拐点已至，禽苗化药稳定增长

#### 3.1 圆环、猪瘟、腹泻是公司猪苗主要业绩来源

受猪蓝耳、猪瘟疫苗退出政府招采，以及非瘟疫情影响，2015年以来猪用疫苗收入占比逐步减少，2019年猪用疫苗收入降至1亿元，占比15%；随着2020年生猪养殖行业景气度上行，以及猪圆支二联苗、猪圆环基因工程亚单位疫苗销量快速增长，公司猪用疫苗收入占比快速回升。

图表 8 2012-2021 年公司猪苗收入、利润走势图（单位：百万元）



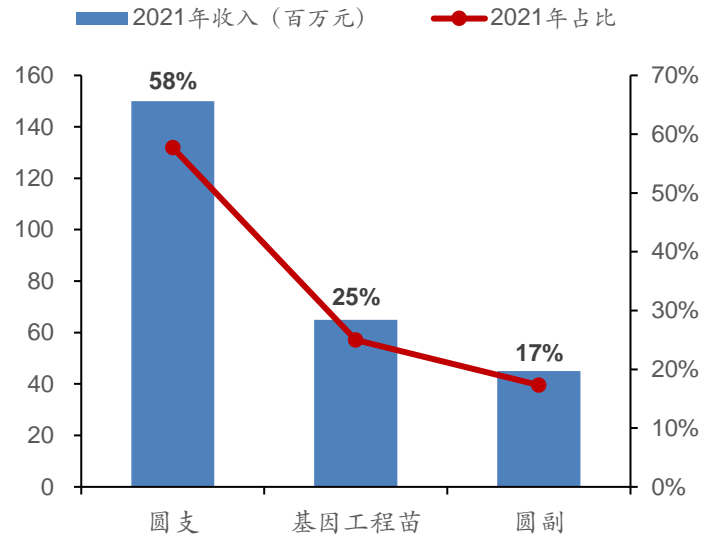
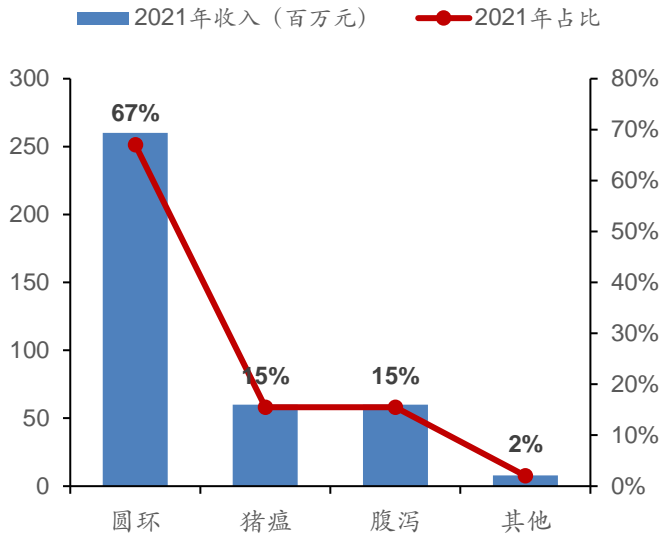
资料来源：公司年报，华安证券研究所

2021年，公司猪用疫苗收入从高到低依次为，圆环2.6亿元（占比67%）、猪瘟0.6亿元（占比15%）、腹泻0.6亿元（占比15%）。2021年，公司圆环收入从

高到低依次为，圆支 1.5 亿元（占比 58%）、基因工程苗 0.65 亿元（占比 25%）、圆副 0.45 亿元（占比 17%）。

图表 9 2021 年公司猪苗收入结构

图表 10 2021 年公司圆环收入结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

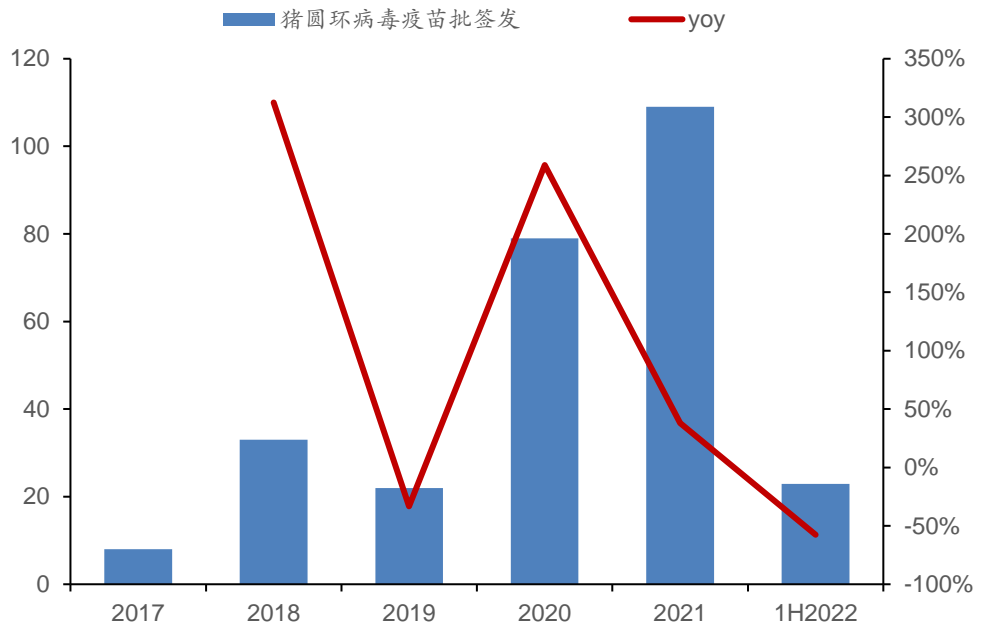
### 3.2 圆环产品持续发力，1H2022 销量受猪价拖累

猪圆环病毒 (PCV) 是动物病毒中最小的一种病毒，其粒子直径为 14-25 纳米。猪圆环病毒 (PCV) 分为 PCV-1 和 PCV-2，PCV-1 对猪无致病性，但能产生血清抗体，在猪群中较普遍存在；PCV-2 对猪有致病性，可引起猪只发病，猪感染的临床症状主要为断奶后多系统衰竭综合征、猪皮炎与肾病综合征、间质性肺炎、繁殖障碍、先天性震颤等，具有较高的发病率和死亡率。1998 年，我国首次确诊猪圆环病毒 2 型的感染，自此猪圆环病毒 2 型在我国各地区流行。

2010 年初，勃林格猪圆环疫苗被批准在国内上市，这是我国第一个用于预防猪圆环病毒感染的疫苗，2010 年下半年国产猪圆环疫苗开始陆续上市。截至目前，国内猪圆环病毒疫苗品种共有 15 种，其中，基因苗 2 种，灭活疫苗 13 种，灭活疫苗中有 9 种单苗和 4 种二联苗，共有 46 家生产企业获得产品生产批文。2019 年和 2020 年各新增 1 种新产品，分别是猪圆环病毒 2 型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗（重组杆状病毒 CP08 株 +JM 株）和猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌二联灭活疫苗（SH 株+4 型 JS 株+5 型 ZJ 株）。2021 年新增 2 个新产品，分别是“猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（1010 株）”和“猪圆环病毒 2 型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗（Cap 蛋白+SY 株）”。2021 年共 4 个猪圆环疫苗和 2 个猪圆环病毒抗体检测试剂盒被农业农村部批准为新兽药。

目前进口猪圆环病毒的产品有 4 种，分别由硕腾公司、德国勃林格殷格翰动物保健有限公司和法国勃林格殷格翰动物保健有限公司生产。

图表 11 公司猪圆环病毒疫苗批签发数据 (单位: 次)



资料来源: 国家兽药基础数据库, 华安证券研究所

**公司圆环产品持续发力。**在进口猪圆环病毒疫苗处于垄断地位的情况下, 2010年9月公司成功研发上市国内第一个全病毒猪圆环病毒2型灭活疫苗 (SH株), 打破进口圆环疫苗垄断市场的格局;

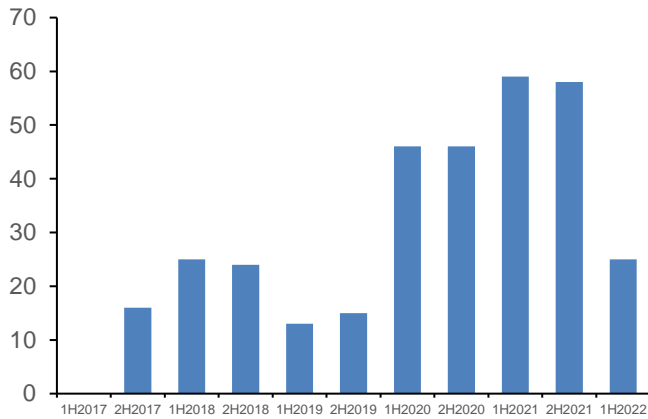
2017年, 公司历时七年研制成功的病毒样颗粒猪圆环病毒2型基因工程亚单位疫苗 (大肠杆菌源) 顺利上市, 该产品成功突破“可溶性蛋白的表达、高纯度Cap蛋白获取、病毒样颗粒组装”三大技术难题, 整体上推动了行业技术进步及产品升级。

2018年10月23日, 公司及全资子公司惠中生物等单位联合申报的猪圆环病毒2型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗 (SH株+HN0613株) 获得新兽药证书。该产品填补了国内猪支二联苗的空白, 具有以下优势: ①一针两防可显著减少免疫工作量和成本; ②采用独特培养基配方并开发生物发酵罐高密度培养工艺, 解决了猪肺炎支原体高密度规模化培养难题; ③采用纯化猪圆环病毒2型和猪肺炎支原体抗原, 提高疫苗安全性和免疫效力, 解决了抗原相容性难题; ④疫苗采用专用水性佐剂, 既适合病毒抗原, 又适合支原体抗原, 保证2种抗原免疫效果的同时具有通针性好、副反应小、免疫力产生早且持续时间长等优点; ⑤生产菌毒株分离自国内猪场, 针对国内流行株保护力更好。

2019年8月28日, 公司和其他单位联合申报的猪圆环病毒2型、副猪嗜血杆菌二联灭活疫苗 (SH株+4型JS株+5型ZJ株) 获得新兽药注册证书, 填补了我国圆副二联苗的市场空白, 产品优势表现在: ①一针两防、安全高效; ②采用国内流行的猪圆环病毒 (2b基因型), 可全面保护猪圆环病毒病 (2型) 的感染; ③副猪嗜血杆菌的培养采用高密度发酵、超滤等纯化技术, 实现内毒素超低含量控制, 抗原纯度更高, 猪群应用更安全; ④采用高分子聚合物纳米颗粒水性佐剂, 产品更安全、更高效。

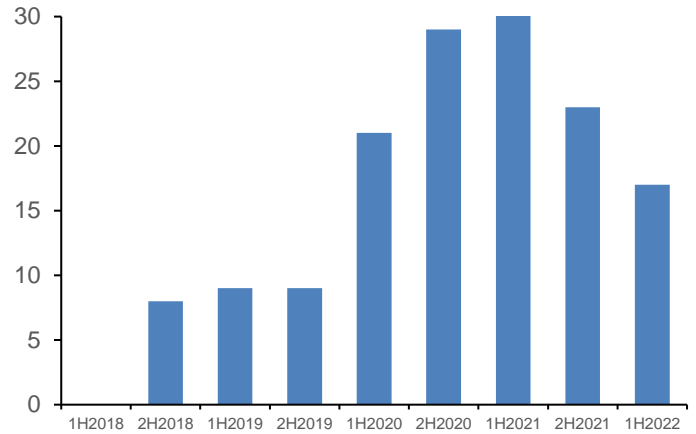
2022年受下游养殖业景气度影响, 猪圆环病毒疫苗销量有所回落, 1H2022同比减少57.6%, 猪支二联苗同比减少46.9%, 猪圆环亚单位疫苗同比减少72%。

图表 12 公司猪圆环病毒疫苗批签发数据 (单位: 次)



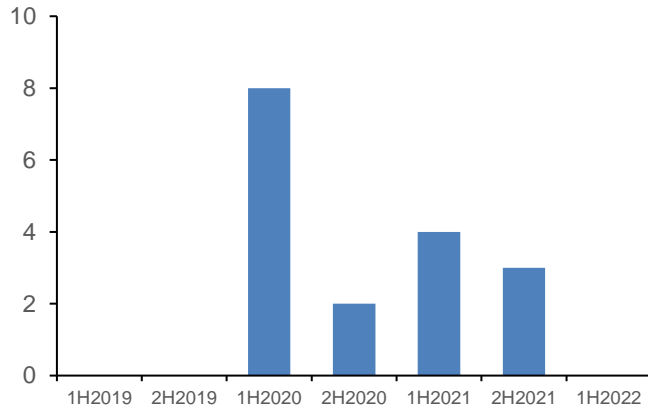
资料来源: 国家兽药基础数据库, 华安证券研究所

图表 13 公司猪圆支二联苗批签发数据 (单位: 次)



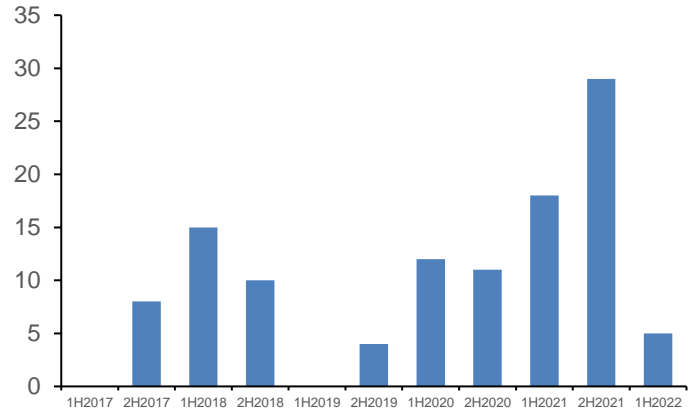
资料来源: 国家兽药基础数据库, 华安证券研究所

图表 14 公司猪副二联苗批签发数据 (单位: 次)



资料来源: 国家兽药基础数据库, 华安证券研究所

图表 15 公司猪圆环亚单位疫苗批签发数据 (单位: 次)



资料来源: 国家兽药基础数据库, 华安证券研究所

图表 16 公司猪圆环病毒疫苗批签发季度数据 (单位: 次)

季度	猪圆环病毒 2 型、猪肺炎支原体肺炎二联苗	猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌二联苗	猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株, II)	猪圆环病毒疫苗 (合计)
2020Q1	9	4	5	2	20
2020Q2	12	4	7	3	26
2020Q3	12	1	4	2	19
2020Q4	17	1	7	2	27
2021Q1	14	1	5	2	22
2021Q2	18	3	13	3	37
2021Q3	13	1	10	2	26
2021Q4	10	2	19	1	32
2022Q1	7	0	1	1	9
2022Q2	10	0	4	2	16
季度 yoy	猪圆环病毒 2 型、猪肺炎支原体肺炎二联苗	猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌二联苗	猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株, II)	猪圆环病毒疫苗 (合计)

2020Q1	0%	↑	↑	↑	122%
2020Q2	↑	↑	↑	-25%	↑
2020Q3	300%	↑	300%	100%	280%
2020Q4	183%	↑	133%	100%	170%
2021Q1	56%	-75%	0%	0%	10%
2021Q2	50%	-25%	86%	0%	42%
2021Q3	8%	0%	150%	0%	37%
2021Q4	-41%	100%	171%	-50%	19%
2022Q1	-50%	-100%	-80%	-50%	-59%
2022Q2	-44%	-100%	-69%	-33%	-57%

资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

### 3.3 公司猪瘟疫苗销量受养殖端影响明显

猪瘟是由猪瘟病毒引起的一种急性、发热、接触性传染的一类传染病，具有高度传染性和致死性。猪瘟在自然条件下只感染猪，不同年龄、性别、品种的猪和野猪都易感，一年四季均可发生；

2007 年我国开始采用猪瘟强制免疫措施，普免率非常高，我国猪瘟流行得到有效控制。2008 年，中国兽医药品监察所等单位利用猪瘟兔化弱毒疫苗接种猪宰九传代细胞系（ST 细胞系），成功研制出新一代猪瘟弱毒疫苗—猪瘟兔化弱毒传代细胞苗，传代细胞苗相对组织苗、原代细胞苗，拥有批间稳定、产量高、成本低等众多的优势，能极大提高猪场的猪瘟免疫水平，在政府采购的缝隙中迅速成长，与此同时，随着养殖规模化提升及疫病情况的复杂化，廉价的猪瘟疫苗开始暴露诸多问题，猪瘟传代细胞苗成为市场上最受欢迎的猪瘟疫苗品类；

2017 年，全国正式全面开放猪瘟疫苗市场，猪瘟退出国家动物疫病强制免疫计划，同年 3 月，农业部发布《国家猪瘟防治指导意见（2017-2020 年）》，明确提出至 2020 年底，全国所有种猪场和部分区域达到猪瘟净化标准，并进一步扩大猪瘟净化区域范围（猪瘟净化，指连续 24 个月以上种猪场、区域内无猪瘟临床病例，猪瘟病毒野毒感染病原学检测阴性）；

目前，我国猪瘟疫苗分为两大类：

**（1）弱毒疫苗**，弱毒疫苗毒株是猪瘟强毒经过在兔体内连续传代致弱而成，称为猪瘟兔化弱毒疫苗 C 株。根据培养方式可分为兔源及细胞源：①兔源：包括家兔脾淋组织苗、乳兔组织苗等；②细胞源：通过细胞培养制备而成，包括乳猪肾细胞苗、绵羊肾细胞苗、牛宰九原代细胞苗、猪瘟传代细胞苗(ST)等；

**（2）基因工程亚单位苗**，应用现代分子生物学技术将猪瘟病毒 E2 基因重组于杆状病毒内，在昆虫细胞上培养表达猪瘟病毒 E2 蛋白而制成的新型基因工程疫苗。2018 年 3 月，天康生物自主研发得新型猪瘟病毒 E2 蛋白重组杆状病毒灭活疫苗（Rb-03 株）成功上市，2020 年 9 月，科前生物与其他单位联合研发的猪瘟病毒 E2 蛋白重组杆状病毒灭活疫苗（WH-09 株）获得生产文号；今年底或者明年初普莱柯猪瘟亚单位疫苗有望上市。

图表 17 我国猪瘟 E2 基因工程苗进展列表

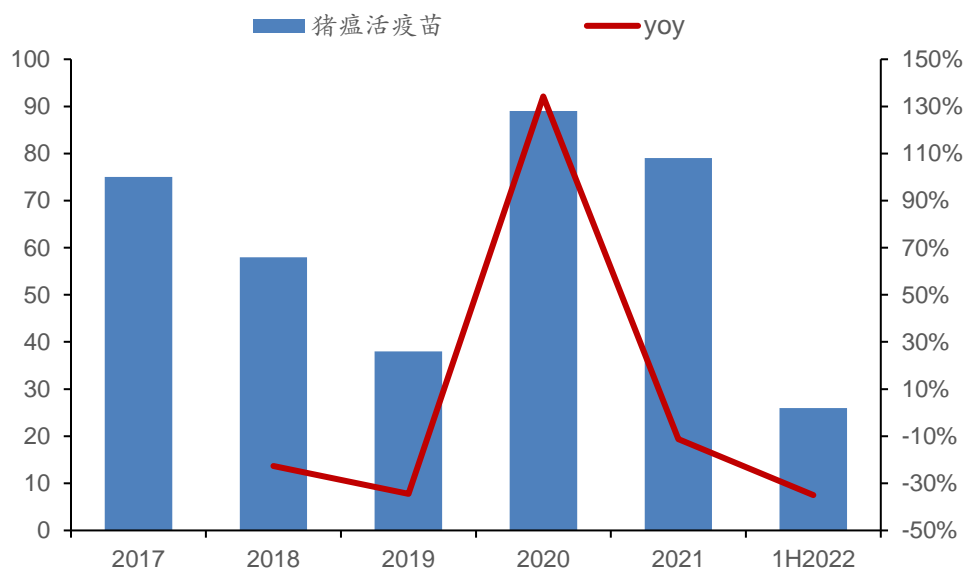
产品	研制公司	阶段	生产文号批准日期	新兽药注册日期
----	------	----	----------	---------

猪瘟病毒 E2 蛋白重组杆状病毒灭活疫苗 (Rb-03 株)	天康生物	上市	2018/03/21	2017/12/25
猪瘟病毒 E2 蛋白重组杆状病毒灭活疫苗 (WH-09 株)	华中农大、科前生物、海利生物、安徽东方帝维生物	上市	2020/09/11 科前生物获得生产批文	2020/05/18

资料来源：公司公告，华安证券研究所

受非瘟疫情影响,2019年公司猪瘟活疫苗(传代细胞源)批签发数据同比下降34%,2020年公司猪瘟活疫苗销量快速回升,猪瘟活疫苗批签发数据同比增长134%。2021年生猪养殖行业景气度下行,猪瘟活疫苗批签发同比下降11%,1H2022同比下降35%。

图表 18 公司猪瘟活疫苗批签发情况

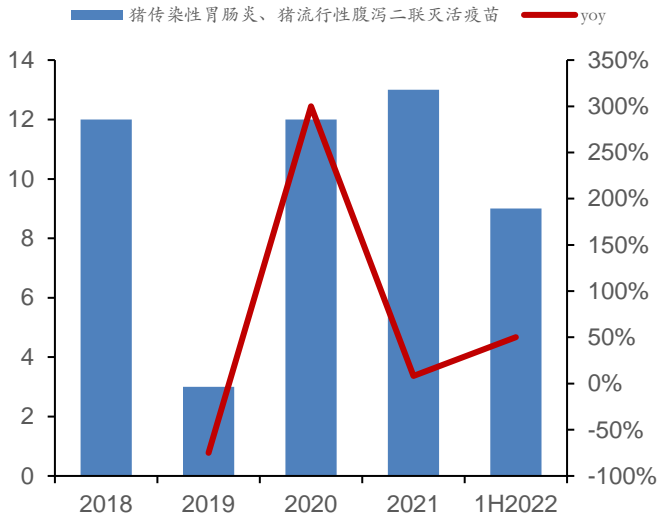


资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

### 3.4 胃腹二联苗销量大增，伪狂犬疫苗受猪价影响较大

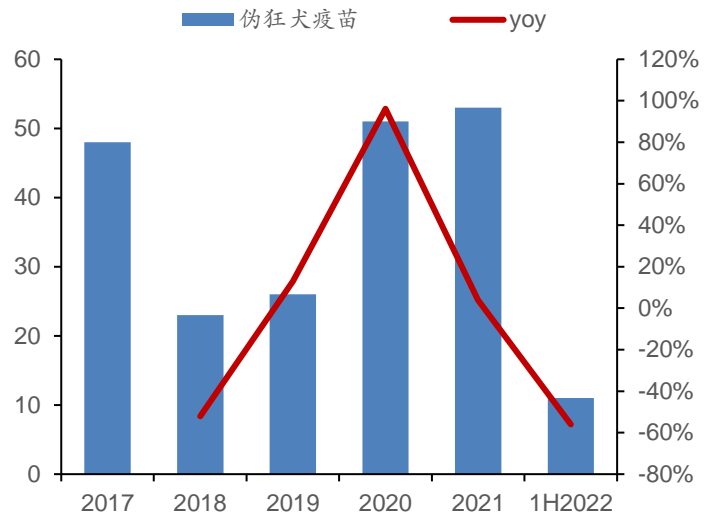
2021年,公司胃腹二联苗、猪伪狂犬疫苗批签发数据同比分别增长8%、4%;1H2022,公司胃腹二联苗、猪伪狂犬疫苗批签发数据同比分别增长50%、-56%。

图表 19 公司胃腹二联苗批签发数据



资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 20 公司猪伪狂犬疫苗批签发数据



资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 21 公司猪伪狂犬疫苗、胃腹二联苗批签发数据

季度	猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗 (HN1201-ΔgE 株)	伪狂犬活疫苗 (Bartha-K61 株)	伪狂犬疫苗合计	猪胃腹二联苗
2019Q1	0	3	3	0
2019Q2	8	13	21	2
2019Q3	0	0	0	1
2019Q4	2	0	2	0
2020Q1	3	2	5	3
2020Q2	0	9	9	0
2020Q3	1	14	15	3
2020Q4	5	17	22	6
2021Q1	5	1	6	4
2021Q2	8	11	19	2
1H2021	13	12	25	6
2021Q3	2	7	9	7
2021Q4	0	19	19	0
2022Q1	1	2	3	3
2022Q2	2	6	8	6
1H2022	3	8	11	9
季度 yoy	猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗 (HN1201-ΔgE 株)	伪狂犬活疫苗 (Bartha-K61 株)	伪狂犬疫苗合计	猪胃腹二联苗
2020Q1	↑	-33%	67%	↑
2020Q2	-100%	-31%	-57%	↓
2020Q3	↑	↑	↑	200%
2020Q4	150%	↑	1000%	↑
2021Q1	67%	-50%	20%	33%

2021Q2	↑	22%	111%	↑
2021Q3	100%	-50%	-40%	133%
2021Q4	-100%	12%	-14%	-100%
2022Q1	-80%	100%	-50%	-25%
2022Q2	-75%	-45%	-58%	200%

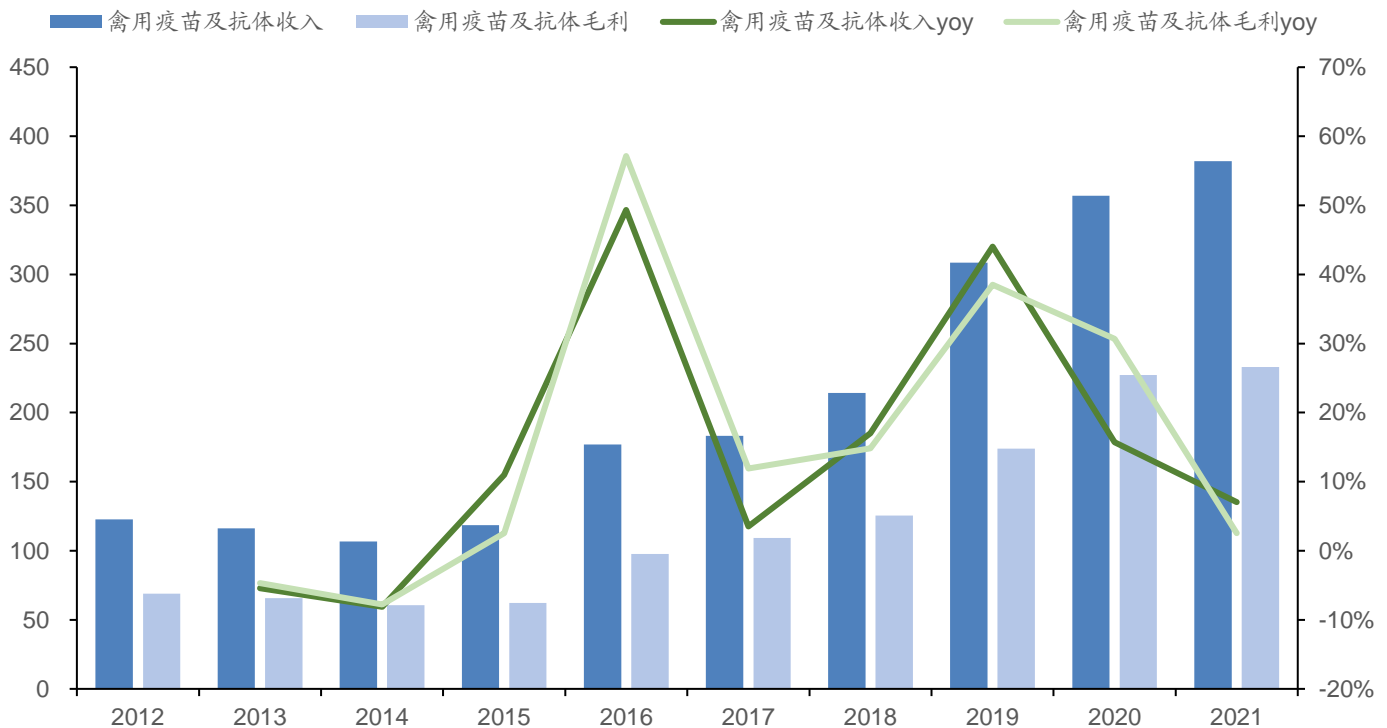
资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

### 3.5 禽苗收入增长稳定、化药坚持优质高价

我国家禽存栏量及出栏量稳步上升，禽用疫苗需求增长。公司禽用疫苗及抗体收入占比整体呈上升趋势，2019年非瘟爆发导致家禽养殖规模的迅速扩大，公司禽用疫苗及抗体收入占比达到46%。随着2020年猪用疫苗需求回暖，禽用疫苗收入占比有所下降。

2012-2021年，公司禽苗及抗体收入从1.23亿元增长至3.82亿元，年复合增长率13.4%；1H2022，公司禽苗及抗体收入1.76亿元，同比下降8.7%；2012-2021年，公司禽苗及抗体毛利从0.69亿元增长至2.33亿元，年复合增长率14.5%。

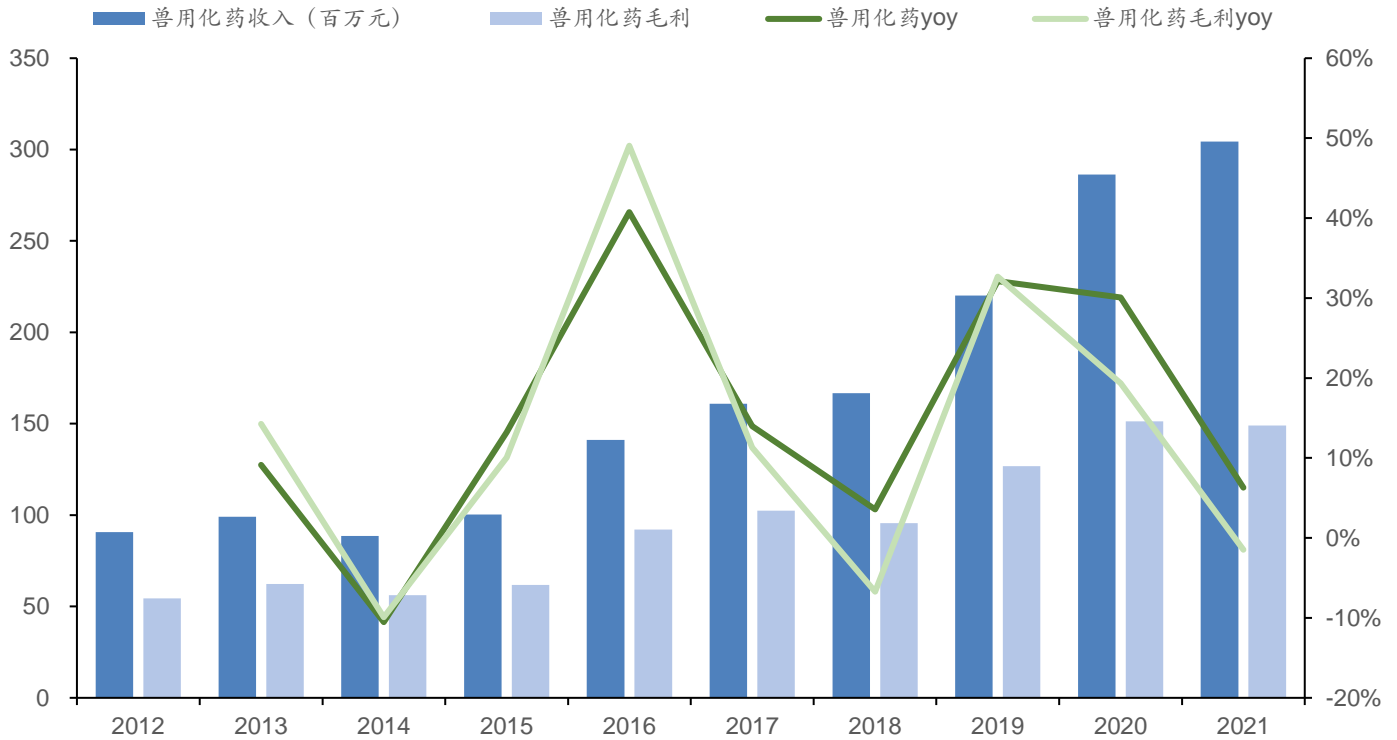
图表 22 2012-2021 年公司禽苗及抗体收入利润走势图（单位：百万元）



资料来源：公司年报，华安证券研究所

我国兽用化药市场竞争分散，公司一直保持着优质高价策略。2012-2021年，公司化药收入从0.91亿元增长至3.04亿元，年复合增长率14.4%；1H2022，公司化药收入1.4亿元，同比下降20.4%；2012-2021年，公司化药毛利从0.54亿元增长至1.49亿元，年复合增长率11.8%。

图表 23 2012-2021 年公司兽用化药收入利润走势图 (单位: 百万元)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

## 4 非瘟疫苗市场潜力值得期待

非洲猪瘟病毒拥有近 200 个蛋白, 结构复杂, 且非洲猪瘟病毒具有多血清型、免疫抑制、免疫耐受和抗体依赖增强作用 (ADE) 严重的特点, 国际上大量研究团队经数十年的研究攻关, 安全有效的非洲猪瘟疫苗一直未能研究成功。

自非瘟疫情暴发以来, 公司积极响应, 在第一时间组织约 80 人的研发团队进行非洲猪瘟亚单位疫苗的联合科研攻关, 公司与中国农业科学院兰州兽医研究所开展技术合作, 目前正按照农业农村部对非洲猪瘟亚单位疫苗的应急评价资料要求和疫苗免疫效力指导原则完善相关实验研究。

### 4.1 非瘟疫苗的研发及评审

非瘟疫苗的研发主要有四种路径, 分别是基因缺失活疫苗、亚单位疫苗、载体疫苗和 mRNA 疫苗。相比于其他三种, 亚单位疫苗安全性有保障。

图表 24 非瘟疫苗研发路径

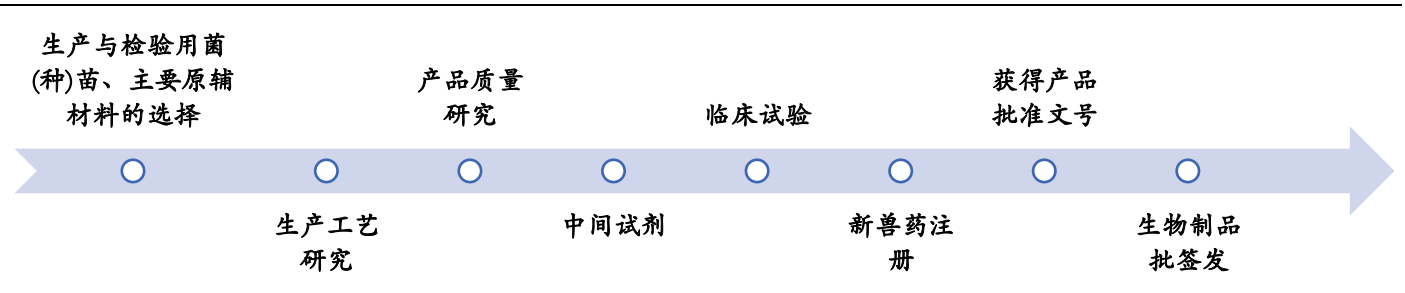
类型	原理	优势	劣势
基因缺失活疫苗	经过各种处理, 让 ASFV 发生变异, 使其既降低自身原有的毒性, 又保留其免疫原性	研发周期较短; 免疫抗体水平较高	基因缺失可在自然界不断重组, 生物安全难保障

亚单位疫苗	利用 ASFV 上某种表面结构成分,通过合成加工(化学分解、选择性控制水解相关蛋白等方式),提取 ASFV 特定的蛋白质结构,通过筛选获得具有免疫原性的蛋白组分,研制成的一种本身不含 ASFV 核酸,但却能诱发生猪产生免疫保护的一种疫苗	ASFV 亚单位疫苗和 ASFV 重组致弱活疫苗一样,也是利用基因工程方式,只是选取的基因相对会小很多,因而具有更高的生物安全性	只能提供部分免疫保护,交叉保护率低,成本偏高
载体疫苗	使用病毒载体诱导特异性免疫及非特异性免疫的疫苗,是通过去除或使用免疫原替换病毒毒力基因,或使病毒载体无法复制来保障疫苗安全性的一种手段		存在生物安全问题
mRNA	包裹在脂质载体分子中的 mRNA 通过内吞作用转移到细胞质中,然后通过内质体逃逸释放 mRNA,进入胞浆后,利用细胞翻译机制产生目的抗原		需要做生物安全评价,存在生物安全问题,至少需要 5 年时间

资料来源:华安证券研究所整理

我们在草根调研过程中了解到,正常兽用疫苗产品需要经过至少三年时间才能上市。但是,针对重大动物疫情急需疫苗,农业农村部在临床实验阶段根据临床试验结果组织专家论证,通过后下发临时批文,从获得批文到产品上市需要约 2 个月的准备时间。

图表 25 兽药产品上市流程



资料来源:农业农村部,华安证券研究所整理

图表 26 兽药注册评审工作方式

评审工作方式	主要内容
一般评审	常规兽药注册均采用一般评审方式
优先评审	符合以下情形的兽药,采取优先评审方式:针对《国家中长期动物疫病防治规划(2016-2020年)》确定的国内优先防治的 16 种疫病,可实现鉴别诊断的疫苗和诊断制品;临床急需、市场短缺的赛马和宠物专用兽药以及特种经济动物、蜂、蚕和水产养殖用兽药;未在中国境内外上市销售的创新兽用化药;重大动物疫病防疫急需兽药等。评审中心第一时间进行评审,第一时间报出评审意见和评审结论;中建所第一时间安排复核检验。优先评审技术要求不降低,评审步骤不减少,评审流程同一般评审。

<b>应急评价</b>	对突发重大动物疫病应急处置所需的兽药，农业农村部启动应急评价。评审中心按照农业农村部畜牧兽医局要求开展应急评价，重点把握兽药产品安全性、有效性、质量可控性，非关键资料可暂不提供。经评价建议可应急使用的，农业农村部畜牧兽医局根据评审中心评价意见提出审核意见，报分管部领导批准后发布技术标准文件。有关兽药生产企业按《兽药产品批准文号管理办法》规定申请临时兽药产品批准文号。
<b>备案审查</b>	根据动物防疫需求，强制免疫用疫苗生产所用菌毒种的变更采取备案审查方式。具体评审流程和要求见《高致病性禽流感感和口蹄疫疫苗生产毒种变更备案工作程序》及变更技术资料要求。

资料来源：农业农村部，华安证券研究所整理

**图表 27 公司非瘟疫苗准备材料列表**

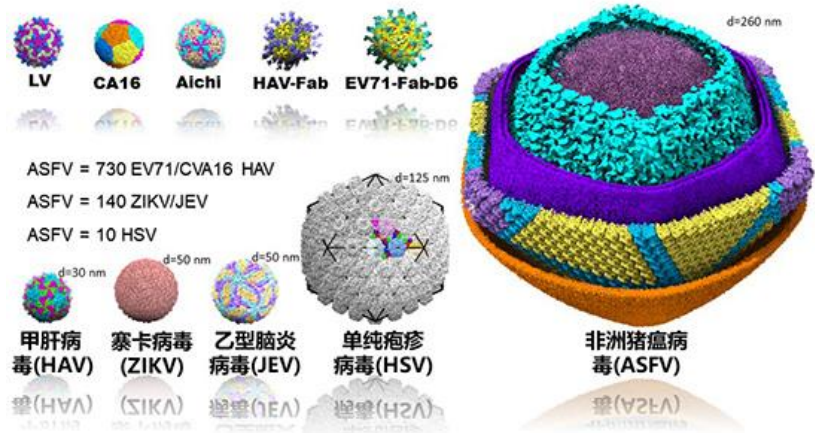
新制品注册资料		部分要点
1	一般资料	详见《兽用生物制品注册分类及注册资料要求》
2	生产与检验用菌（毒、虫）种的研究资料	
3	生产用菌（毒、虫）种和生产用细胞研究资料的免报	
4	主要原辅材料选择的研究资料	
5	生产工艺的研究资料	
6	产品的质量研究资料	
7	中间试制报告	1、中间试剂的生产负责人和质量负责人、试剂时间和地点；2、生产产品的批数（连续 5-10 批）、批号、批量；3、每批中间试剂产品的详细生产和检验报告；4、中间试剂中发现的问题等。
8	临床试验研究资料	1、应按照有关技术指导原则的要求提出拟进行的临床试验的详细方案，并报告已经进行的临床试验的详细情况；2、临床试验中应使用至少 3 批检验合格的中间试剂产品进行较大范围、不同品种的使用对象动物试验，进一步观察制品的安全性和效力；3、临床试验中每种靶动物的数量应符合，大动物 1000 头、中小动物 1 万头（只）、禽类 2 万羽（只）、鱼 2 万尾，其中，猪是指中小动物。

资料来源：农业农村部，华安证券研究所整理

## 4.2 非瘟疫苗研发进展及成果

非洲猪瘟首次爆发到现在已超过 100 年，2018 年非洲猪瘟进入我国，一直是影响我国生猪养殖业最严重的疫病之一。非瘟病毒结构复杂，有近 200 个蛋白，病毒的部分囊膜蛋白结构和猪的基因序列一致，导致猪的免疫系统难以识别。此外，非瘟病毒对疫苗的抵抗能力非常强，截至目前市场上没有特别有效的非瘟疫苗。

图表 28 非洲猪瘟全病毒与多种动物病毒对比三维结构图



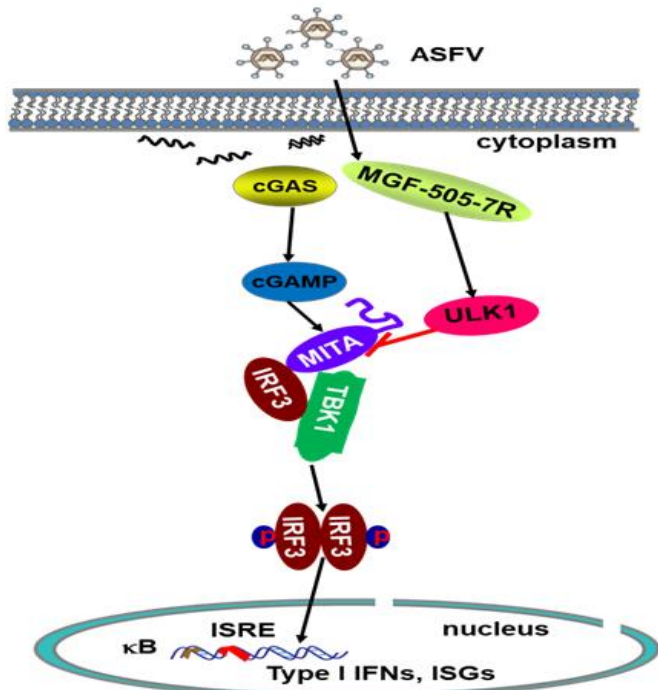
资料来源：中国农业科学院哈尔滨兽医研究所，华安证券研究所

公司与中国农业科学院兰州兽医研究所开展技术合作，联合开展非洲猪瘟亚单位疫苗的研发，目前已经取得一系列重要成果。

2021年4月，研究团队揭示了非洲猪瘟病毒蛋白 MGF-505-7R 抑制 I 型干扰素信号通路的分子机制，为非洲猪瘟疫苗设计提供新的靶标和理论依据。

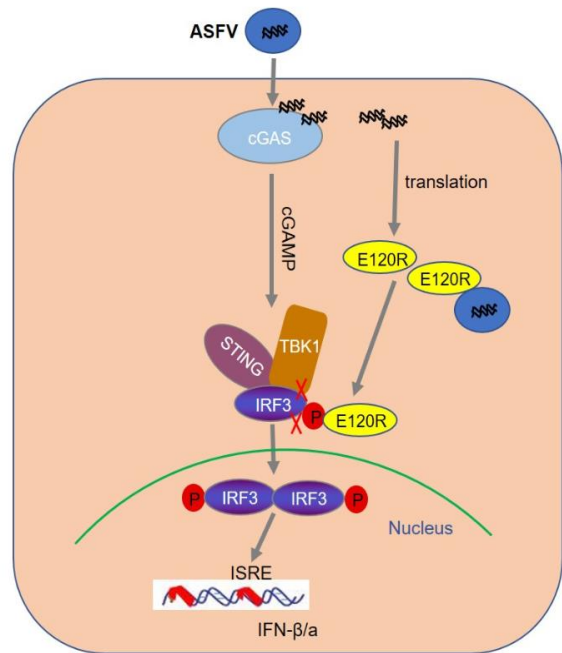
2021年7月，通过研究发现，E120R 蛋白能够阻断 TBK1-IRF3 复合体的形成，抑制 cGAS-STING 诱导的信号转导，从而抑制 IRF3 的激活，降低 I 型干扰素的表达，缺失非洲猪瘟病毒 E120R 中的 72-73aa 可以显著增强病毒对天然免疫应答的诱导能力，为非洲猪瘟减毒活疫苗的创制提供了新的靶点。

图表 29 非洲猪瘟病毒的 MGF-505-7R 负调控 cGAS-STING 通路的分子机制



资料来源：中国农业科学院兰州兽医研究所，华安证券研究所

图表 30 非洲猪瘟病毒 E120R 蛋白靶向负调控 cGAS-STING 通路的分子机制



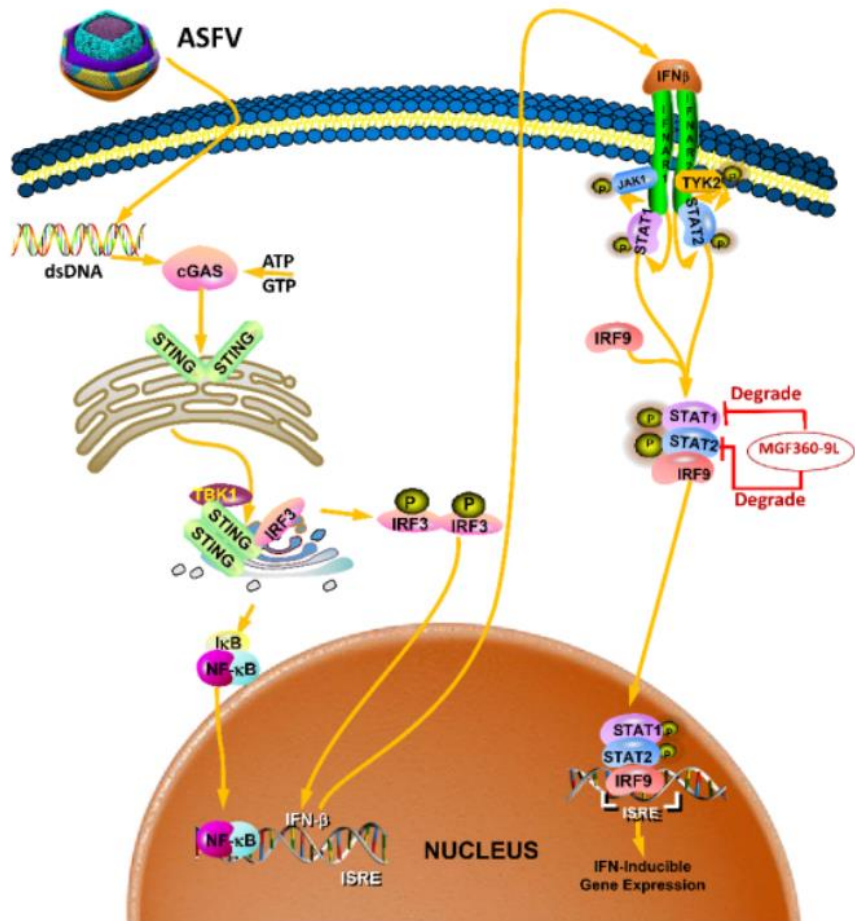
资料来源：中国农业科学院兰州兽医研究所，华安证券研究所

2021年9月,非洲猪瘟病毒现场便捷检测研究取得重要进展,首次采用LAMP结合CRISPR系统研制了一种非洲猪瘟病毒(ASFV)新型检测方法,实现现场便捷快速检测。

2021年11月,在非洲猪瘟病毒免疫抑制与逃逸机制方面取得了新的进展,研究发现E120R蛋白能够阻断TBK1-IRF3复合体的形成,抑制cGAS-STING诱导的信号转导,从而抑制IRF3的激活,降低I型干扰素的表达。缺失非洲猪瘟病毒E120R中的免疫抑制关键位点能够显著降低病毒发挥的免疫抑制能力,促进天然免疫应答反应。而F317L蛋白能够通过靶向抑制宿主细胞NF-κB通路早期促炎性因子的产生,降低宿主抗病毒反应,进而促进病毒自身的复制。

2022年1月,研究团队筛选并鉴定了非洲猪瘟病毒编码的免疫抑制基因MGF360-9L,研究发现MGF360-9L蛋白能够降解STAT1和STAT2,拮抗JAK/STAT信号通路,从而抑制I型干扰素的信号转导。缺失MGF360-9L的重组非洲猪瘟病毒株对猪致病力降低,表明MGF360-9L是非洲猪瘟病毒编码的主要毒力基因之一。

图表 31 免疫抑制基因 MGF360-9L 拮抗天然免疫应答的分子机制



资料来源: 中国农业科学院兰州兽医研究所, 华安证券研究所

### 4.3 非瘟疫苗市场空间测算

根据我们测算，非瘟疫苗若商业化应用，预计市场价可达 20 元/头份。全市场拥有能繁母猪 2,500 万头，渗透率按 90% 计算，每头猪免疫三次，市场空间为 13.5 亿元；全国生猪约 6.5 亿头，渗透率按 70% 计算，每头猪免疫两次，市场空间达到 182 亿元，市场容量合计或可接近 200 亿元，猪苗空间将显著扩容。未来随着工艺的改进，成本有望继续下降，净利率有望超过 50%。

图表 32 非瘟疫苗市场空间 (单位: 亿元)

	数量 (万头)	渗透率	免疫次数	单价 (元)							
				10	12	14	16	18	20	25	30
能繁母猪	2500	90%	3	6.75	8.1	9.45	10.8	12.15	13.5	16.88	20.25
生猪	65000	70%	2	91	109.2	127.4	145.6	163.8	182	227.5	273
市场容量 (亿元)				97.8	117.3	136.9	156.4	176.0	195.5	244.4	293.3

资料来源: 华安证券研究所整理

## 5 盈利预测、估值及投资评级

### 5.1 盈利预测

#### (1) 猪用疫苗

2021 年公司猪用疫苗收入 3.88 亿元，同比增长 47.2%，近五年来首次超过禽用疫苗及抗体收入，成为公司收入最多的细分品类。1H2022 下游养殖业低迷，公司各猪用疫苗销量同比大幅下降。随着 2022 年 5 月以来猪价反弹，快速进入上行周期，下游养殖业免疫积极性的复苏有望助力公司 2023 年猪用疫苗销售回暖。我们预计，公司猪用疫苗 2022-2024 年收入为 3.74 亿元、5.31 亿元、6.92 亿元；同比增速分别为 -4%、42%、30%。

#### (2) 禽用疫苗及抗体

2021 年家禽行业景气度不高，公司禽类疫苗收入放缓，2021 年公司禽类疫苗及抗体收入 3.82 亿元，同比增长 7%，2022 年随着家禽板块回暖，公司常规禽苗收入增速将进一步扩大。由于产能限制，预计 2022 年公司高致病性禽流感疫苗收入与 21 年基本持平，2023 年产能释放后公司禽苗收入有望迎来高增长。我们预计，公司禽用疫苗及抗体 2022-2024 年收入为 4.03 亿元、4.83 亿元、5.85 亿元，同比增长 5.5%、20.0%、21.0%。

#### (3) 兽用化药

2021 年下半年受到原料药价格快速上涨以及下游养殖行业景气度较差的双重影响，兽用化药行业相对低迷，公司兽用化药收入 3.04 亿元，同比增长 6.3%。公司化药一直保持着优质高价策略，随着抗生素减量化的推进，以及整治甲类兽药、整治药材政策的收紧，兽用化药门槛不断提高，公司将保持更大的竞争优势。2022 年下游养殖行业景气度回暖，我们预计，公司兽用化药 2022-2024 年收入为 3.65 亿元、4.20 亿元、4.83 亿元，同比增长 20%、15%、15%。

**图表 33 公司收入成本预测表, 百万元、%**

合计	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	478	583	530	608	663	929	1,099	1,167	1,458	1,784
yoy	0.5%	22.0%	-9.1%	14.8%	9.1%	40.0%	18.3%	6.2%	25.0%	22.3%
主营成本	130	167	168	200	258	331	380	444	538	645
毛利率	72.7%	71.3%	68.3%	67.1%	61.2%	64.3%	65.4%	62.0%	63.1%	63.8%
主营利润	348	416	362	408	406	597	719	723	921	1,139
yoy	-2.5%	19.6%	-12.9%	12.6%	-0.6%	47.3%	20.3%	0.6%	27.4%	23.7%
<b>一、兽药生物制剂</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
收入	371	391	343	403	409	620	770	777	1,014	1,277
yoy	-3.9%	5.4%	-12.3%	17.5%	1.4%	51.8%	24.1%	0.9%	30.5%	25.9%
成本	92	116	106	124	157	187	218	236	300	372
毛利率	75.1%	70.4%	69.1%	69.2%	61.7%	69.9%	71.7%	69.6%	70.5%	70.8%
毛利	278	275	237	279	252	434	552	541	715	904
yoy	-7.3%	-1.2%	-13.8%	17.6%	-9.6%	72.0%	27.4%	-2.0%	32.0%	26.6%
<b>1、猪用疫苗</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
收入	250	223	160	189	100	263	388	374	531	692
yoy	-11%	-11%	-28%	18%	-47%	163%	47%	-4%	42%	30%
成本	35	39	32	36	22	57	68	75	106	138
毛利率	85.9%	82.6%	79.9%	81.2%	78.0%	78.3%	82.4%	80.0%	80.0%	80.0%
毛利	214	184	128	153	78	206	319	299	425	554
yoy	-14.4%	-14.1%	-30.6%	20.0%	-49.0%	163.7%	54.8%	-6.3%	41.8%	30.4%
<b>2、禽用疫苗及抗体</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
收入	118	177	183	214	308	357	382	403	483	585
yoy	11.0%	49.3%	3.5%	17.0%	44.0%	15.7%	7.0%	5.5%	20.0%	21.0%
成本	56	79	74	89	135	130	149	161	193	234
毛利率	52.5%	55.2%	59.7%	58.6%	56.3%	63.6%	61.0%	60.0%	60.0%	60.0%
毛利	62	98	109	125	174	227	233	242	290	351
yoy	2.5%	57.1%	11.9%	14.8%	38.5%	30.7%	2.6%	3.8%	20.0%	21.0%
<b>二、兽用化学药品</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
收入	100	141	161	167	220	286	304	365	420	483
yoy	13.2%	40.7%	14.0%	3.6%	32.1%	30.1%	6.3%	20.0%	15.0%	15.0%
成本	39	49	58	71	93	135	155	201	231	266
毛利率	61.5%	65.2%	63.6%	57.3%	57.6%	52.8%	48.9%	45.0%	45.0%	45.0%
毛利	62	92	102	96	127	151	149	164	189	217
yoy	10.1%	49.1%	11.3%	-6.7%	32.7%	19.3%	-1.5%	10.3%	15.0%	15.0%
<b>三、技术转让</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
收入	8.8	40.9	21.5	30.1	23.5	10.7	13.3	13.3	13.3	13.3
yoy		367.2%	-47.5%	40.4%	-21.8%	-54.8%	24.6%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利	8.8	40.9	21.5	30.1	23.5	10.65	13.27	13.27	13.27	13.27
yoy		367.2%	-47.5%	40.4%	-21.8%	-54.8%	24.6%	0.0%	0.0%	0.0%

四、其他	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	-1.8	10.1	4.5	8.1	10.7	11.1	11.0	11.0	11.0	11.0
成本	-1	2	3	5	7	9	7	7	7	7
毛利	-1.2	7.8	1.1	3.3	3.2	1.9	4.0	4.0	4.0	4.0

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.2 投资建议

公司是我国兽用疫苗行业龙头企业，政策上将充分受益疫苗行业系统性升级和市场苗快速发展，从行业趋势看，将受益于 2022-2024 猪用疫苗景气度快速提升。我们预计 2022-2024 年公司实现主营业务收入 11.67 亿元、14.58 亿元、17.84 亿元，同比增长 6.2%、25.0%、22.3%，对应归母净利润 2.25 亿元、3.03 亿元、3.96 亿元，同比增速为-7.7%、34.6%、30.5%，对应 EPS 分别为 0.70 元、0.94 元、1.23 元，维持“买入”评级。

## 风险提示：

疫苗政策变化；动物疫病；产品研发风险。

**财务报表与盈利预测**

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	733	1075	1812	2397
现金	169	513	1141	1642
应收账款	292	280	309	347
其他应收款	4	17	13	46
预付账款	6	5	7	9
存货	171	189	232	253
其他流动资产	92	70	111	100
<b>非流动资产</b>	1435	1315	1039	924
长期投资	184	196	203	206
固定资产	445	224	-74	-369
无形资产	276	307	311	378
其他非流动资产	530	587	599	708
<b>资产总计</b>	2168	2390	2851	3320
<b>流动负债</b>	346	342	500	573
短期借款	0	0	0	0
应付账款	49	54	86	75
其他流动负债	297	287	414	498
<b>非流动负债</b>	22	22	22	22
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	22	22	22	22
<b>负债合计</b>	368	364	522	595
少数股东权益	0	0	0	0
股本	321	321	321	321
资本公积	473	473	473	473
留存收益	1006	1231	1534	1930
归属母公司股东权	1800	2026	2329	2725
<b>负债和股东权益</b>	2168	2390	2851	3320

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	213	570	817	823
净利润	244	225	303	396
折旧摊销	59	369	429	464
财务费用	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-86	-22	88	-30
其他经营现金流	324	243	212	419
<b>投资活动现金流</b>	-131	-225	-190	-323
资本支出	-316	-210	-128	-330
长期投资	178	-14	-62	6
其他投资现金流	8	-1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-158	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他筹资现金流	-162	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-76	345	628	501

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1099	1167	1458	1784
营业成本	380	444	538	645
营业税金及附加	11	12	15	18
销售费用	300	303	365	428
管理费用	92	98	122	149
财务费用	-2	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	20	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	285	263	361	472
营业外收入	3	5	5	8
营业外支出	3	2	3	1
<b>利润总额</b>	284	267	363	478
所得税	40	41	60	82
<b>净利润</b>	244	225	303	396
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	244	225	303	396
EBITDA	322	636	792	943
EPS (元)	0.78	0.70	0.94	1.23

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	18.3%	6.2%	25.0%	22.3%
营业利润	15.4%	-7.4%	37.2%	30.5%
归属于母公司净利	7.2%	-7.7%	34.6%	30.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	65.4%	62.0%	63.1%	63.8%
净利率 (%)	22.2%	19.3%	20.8%	22.2%
ROE (%)	13.6%	11.1%	13.0%	14.5%
ROIC (%)	12.5%	11.1%	13.0%	14.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	17.0%	15.2%	18.3%	17.9%
净负债比率 (%)	20.4%	18.0%	22.4%	21.8%
流动比率	2.12	3.14	3.63	4.18
速动比率	1.61	2.58	3.15	3.72
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.49	0.51	0.54
应收账款周转率	3.77	4.17	4.73	5.14
应付账款周转率	7.76	8.19	6.24	8.63
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.78	0.70	0.94	1.23
每股经营现金流	0.66	1.77	2.54	2.56
每股净资产	5.60	6.30	7.24	8.48
<b>估值比率</b>				
P/E	28.33	47.70	35.44	27.15
P/B	3.95	5.31	4.62	3.95
EV/EBITDA	21.52	16.10	12.13	9.66

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

## 重要声明

### 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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。