

猪苗业务短期承压，宠物板块表现亮眼

投资要点

- 业绩总结:** 2024 年公司实现营业收入 10.43 亿元，同比-16.77%；归母净利润 0.93 亿元，同比-46.82%。2025 年第一季度，普莱柯实现营业收入 2.79 亿元，同比增长 18.32%。归母净利润 5291 万元，同比增长 93.75%。
- 点评:** 下游需求承压，宠物板块表现亮眼。报告期内，受下游养殖结构加速集中、市场有效需求萎缩等不利因素影响，公司营收及利润出现下滑。业绩下滑主要受下游养殖结构调整、市场竞争加剧导致猪用疫苗和化药业务下滑，以及南京基地转固折旧增加、研发投入加大等因素影响。尽管面临挑战，公司持续强化“大单品”和“大客户”销售策略，并通过营销组织架构变革、精细化成本管控等措施积极应对。全年毛利率为 61.09%，与上年基本持平。2024 年公司宠物板块表现亮眼。其中，宠物疫苗收入 1442 万元（同比+5.25%），功能性保健品收入 1865 万元（同比+131.93%），增长势头良好。
- 生猪养殖行业盈利改善，创新驱动构筑长期竞争力。** 下游生猪养殖行业在经历 2024 年上半年的低迷后迎来盈利改善，有望带动动保需求回暖。2024 年猪用疫苗主要受下游养殖行业景气度影响，需求有所下滑。但公司核心产品如猪圆支二联苗、猪瘟系列产品市占率仍保持行业前列。猪伪狂犬活疫苗（HN1201-R1 株）获批上市，有望贡献增量。公司坚持创新驱动发展，2024 年研发投入 1.06 亿元，占营收比例达 10.17%。生物安全三级实验室（P3 实验室）获 CNAS 认可并投运，提升重大动物疫病研发自主可控性。报告期内，公司获得 5 项新兽药注册证书，包括禽腺病毒亚单位疫苗和新支流减腺五联苗 2 项一类新兽药；获得 8 项临床试验批件。非洲猪瘟亚单位疫苗处于应急评价阶段，禽流感（H5+H7）三价苗已通过新兽药注册初审进入复核检验阶段，猪伪狂犬活疫苗（五基因缺失株）处于新兽药注册申请阶段，猪口蹄疫 O+A 二价亚单位苗处于临床前研究阶段。丰富的产品管线和持续的研发投入为公司长期发展奠定坚实基础。
- 禽用疫苗稳健成长。** 2024 年禽用疫苗及抗体实现收入 4.29 亿元，同比+3.31%，表现稳健。H9 亚型禽流感系列、法氏囊亚单位系列产品市场优势地位巩固，高致病性禽流感产品同比增长超过 30%。普莱柯（南京）生产基地顺利通过 GMP 验收并投产，为高致病性禽流感疫苗市场拓展提供支撑。
- 宠物板块与出海成为新亮点，全年实现销售收入超过 4600 万元。** 其中，宠物疫苗收入 1442 万元，宠物化药收入 1314 万元（同比+5.25%），功能性保健品收入 1865 万元（同比+131.93%）。猫三联灭活疫苗和狂犬病灭活疫苗上市后市场反馈良好，线上线下渠道建设初见成效，已覆盖超 8000 家宠物医院。国际业务实现销售收入超 2000 万元，同比增长 37%，增长势头良好，俄罗斯 GMP 认证通过，多国注册稳步推进。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.54 元、0.62 元、0.69 元，对应动态 PE 分别为 25/22/20 倍，维持“持有”评级。
- 风险提示:** 下游养殖端突发疫病、研发进度不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,043	1,200	1,364	1,540
增长率	-16.77%	15.06%	13.74%	12.86%
归属母公司净利润(百万元)	93	188	215	238
增长率	-46.82%	102.86%	14.44%	10.63%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.54	0.62	0.69
净资产收益率 ROE	3.53%	7.03%	7.87%	8.49%
PE	47.26	25.18	22.00	19.89
PB	1.68	1.77	1.73	1.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 赵磐
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@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)	3.46
流通 A 股(亿股)	3.46
52 周内股价区间(元)	10.95-24.1
总市值(亿元)	47.41
总资产(亿元)	30.94
每股净资产(元)	7.74

相关研究

- 普莱柯 (603566): 猪苗业务短期承压，猪周期反转前途光明 (2024-05-05)

盈利预测

关键假设：

1) 随着养殖企业现金流好转，疫苗需求上升，预计公司 2025-2027 年猪用疫苗制剂板块平稳发展，销量增速为 15%/10%/10%，售价保持不变。预计 2025-2027 年猪用疫苗制剂板块毛利率 83%/83%/83%；

2) 随着养殖企业现金流好转，疫苗需求上升，预计公司 2025-2027 年禽用疫苗及抗体板块平稳发展，销量增速为 10%/10%/10%，售价保持不变。预计 2025-2027 年禽用疫苗及抗体板块毛利率 56%/56%/56%。

3) 随着公司化药新品持续研发上市，预计公司 2025-2027 年化药板块企稳回升，销量增速为 10%/10%/10%，售价增速为 4%/4%/0%。预计 2025-2027 年化药板块毛利率 42%/45%/45%。

4) 预计公司宠物板块快速发展，受此影响其他板块（包括宠物板块、技术许可或转让收入、反刍动物用疫苗、功能性保健品等）销量增速为 60%/50%/40%，售价保持不变。随着产能扩张与利用率提升预计 2025-2027 年其他板块毛利率 60%/65%/70%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入（百万元）	1042.56	1199.61	1364.39	1539.82
	yoy	-16.77%	15.06%	13.74%	12.86%
	成本（百万元）	405.63	455.52	505.64	560.75
	毛利率	61.09%	62.03%	62.94%	63.58%
猪用疫苗	收入（百万元）	336.24	386.68	425.34	467.88
	yoy	-22.58%	15.00%	10%	10%
	成本（百万元）	58.31	66	72	80
	毛利率	82.66%	83.00%	83.00%	83.00%
禽用疫苗及抗体	收入（百万元）	429.39	472.33	519.56	571.52
	yoy	3.31%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本（百万元）	188	208	229	251
	毛利率	56.22%	56.00%	56.00%	56.00%
化药	收入（百万元）	222.78	253.97	289.52	318.48
	yoy	-41.19%	14.00%	14.00%	10.00%
	成本（百万元）	135.05	147.30	159.24	175.16
	毛利率	39.38%	42.00%	45.00%	45.00%
其他	收入（百万元）	54.15	86.64	129.96	181.94
	yoy	125.72%	60.00%	50.00%	40.00%
	成本（百万元）	24.27	34.66	45.49	54.58
	毛利率	55.18%	60.00%	65.00%	70.00%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,043	1,200	1,364	1,540	净利润	93	188	215	238
营业成本	406	456	506	561	折旧与摊销	122	154	176	198
营业税金及附加	17	15	18	22	财务费用	-0	0	0	0
销售费用	295	336	382	431	资产减值损失	-4	0	0	0
管理费用	118	111	129	154	经营营运资本变动	40	-12	-33	-32
财务费用	-2	0	0	0	其他	18	-3	-11	-9
资产减值损失	-1	0	0	0	经营活动现金流净额	269	328	348	395
投资收益	3	8	11	9	资本支出	-119	-230	-230	-230
公允价值变动损益	-10	0	0	0	其他	-69	9	11	9
其他经营损益	10	16	16	18	投资活动现金流净额	-188	-221	-219	-221
营业利润	98	203	234	257	短期借款	0	0	0	0
其他非经营损益	1	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
利润总额	99	203	234	257	股权融资	0	0	0	0
所得税	6	15	18	18	支付股利	-138	-136	-155	-172
净利润	93	188	215	238	其他	-54	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	筹资活动现金流净额	-192	-135	-155	-172
归属母公司股东净利润	93	188	215	238	现金流量净额	-111	-28	-26	3
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	205	177	151	153	成长能力				
应收和预付款项	368	444	489	555	销售收入增长率	-16.77%	15.06%	13.74%	12.86%
存货	193	192	215	247	营业利润增长率	-49.33%	107.70%	15.16%	9.66%
其他流动资产	6	6	6	6	净利润增长率	-46.82%	102.86%	14.44%	10.63%
长期股权投资	212	212	212	212	EBITDA 增长率	-16.52%	51.02%	14.73%	10.84%
投资性房地产	22	22	22	22	获利能力				
固定资产和在建工程	1,162	1,237	1,291	1,323	毛利率	61.09%	62.03%	62.94%	63.58%
无形资产和开发支出	279	279	279	279	三费率	39.48%	37.28%	37.48%	38.03%
其他非流动资产	34	33	33	33	净利率	8.90%	15.69%	15.79%	15.48%
资产总计	3,097	3,224	3,325	3,458	ROE	3.53%	7.03%	7.87%	8.49%
短期借款	0	0	0	0	ROA	2.92%	5.96%	6.58%	7.03%
应付和预收款项	129	150	159	179	ROIC	4.09%	7.03%	7.86%	8.49%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	22.70%	29.80%	30.06%	29.52%
其他负债	342	396	427	473	营运能力				
负债合计	471	545	586	652	总资产周转率	0.33	0.38	0.42	0.45
股本	346	346	346	346	固定资产周转率	1.07	1.01	1.09	1.19
资本公积	1,197	1,197	1,197	1,197	应收账款周转率	2.60	3.00	2.97	2.99
留存收益	1,143	1,196	1,256	1,323	存货周转率	2.16	2.37	2.48	2.43
归属母公司股东权益	2,626	2,679	2,739	2,806	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	0	0	0	0	资本结构				
股东权益合计	2,626	2,679	2,739	2,806	资产负债率	15.21%	16.91%	17.63%	18.85%
负债和股东权益合计	3,097	3,224	3,325	3,458	带息债务/总负债	0.27%	0.23%	0.21%	0.19%
					流动比率	2.92	2.63	2.52	2.41
					速动比率	2.45	2.22	2.10	1.99
					股利支付率	147.37%	72.00%	72.00%	72.00%
					每股指标				
					每股收益	0.27	0.54	0.62	0.69
					每股净资产	7.59	7.74	7.92	8.11
					每股经营现金	0.78	0.95	1.01	1.14
					每股股利	0.40	0.39	0.45	0.50
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	237	357	410	455					
PE	47	25	22	20					
PB	2	2	2	2					
PS	4	4	3	3					
EV/EBITDA	18	13	11	10					
股息率	3.13%	2.86%	3.27%	3.62%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn