



普莱柯 (603566): 大单品优势持续巩固，品类拓展打开增长新空间

动保行业领军企业，猪苗业务快速扩张。 普莱柯是我国动保行业领军企业之一。公司主营兽用疫苗、化药及中兽药，用于下游畜禽和宠物的疫病预防与治疗。目前公司可生产猪用、禽用共 50 余种生物制品和 200 多种化学药品，产品品类齐全。近年来随着公司猪苗业务快速扩张，公司整体营收和业绩持续增长。22H1 受养殖持续亏损影响，公司业务面临较大经营压力，业绩短期承压，但我们判断，随养殖行情逐步好转，特别是新一轮周期到来，下游用苗和用药需求有望逐步恢复，公司业绩表现有望好转。

行业面临变革机遇期，龙头动保企业有望快速增长。 未来 3-5 年是动保行业自身变革发展的重大机遇期，有望迎来供给端优化提质+需求端市场化发展双重变化。从供给端来说，兽药生产质量管理的持续趋严将促使行业落后产能出清，随着新版兽药 GMP（兽药生产质量管理规范）期限已至，动保行业向头部集中的趋势加速发展，行业供给端格局有望得到持续改善。从需求端来看，国家强免制度的改革和下游养殖规模化的持续推进，有望推动动保行业进一步市场化和提质扩容。在市场化竞争中具备产品品质和营销渠道优势的龙头动保企业有望充分受益，而行业空间的打开也给龙头动保企业带来更大的成长机遇。

迈入研发兑现期，产品矩阵逐步丰富。 公司研发实力强劲，平台优势突出，具备了开发基因工程疫苗的实力。目前公司正在全力推进 P3 实验室建设，有望于 23 年建成验收。在强大研发平台优势的赋能下，公司逐步迈入研发兑现期。目前公司已经构建起猪苗+禽苗/抗体+化药为主体的完整的产品矩阵。21 年公司圆环亚单位苗、圆-支二联苗、猪伪狂基因缺失苗、鸡法氏囊亚单位联苗等重要产品均实现了超过行业平均水平的大幅增长。在研产品方面，公司全力推进非瘟、口蹄疫、高致病性禽流感等基因工程亚单位疫苗的研发工作，均获得较好的研究进展。此外，公司持续开展圆-支二联（一针型）、伪狂新流行株、禽腺病毒联苗等重要产品的研发工作，逐步丰富产品矩阵。销售方面，目前公司已经建立了完善的直销和经销网络，近年来为适应下游养殖规模化趋势，公司实施“大客户”精准营销，逐步提升大客户直销渠道规模，持续推动公司产品销售，21 年公司直销渠道收入同比增长 31.15%。我们认为，公司基于强大的研发平台基础，形成了独特的“大单品”优势，产品矩阵逐步丰富，再叠加公司深度开展的大客户营销策略，“研产销”一体奠定了公司在行业中的强大竞争优势和领先地位。

三大疫苗与宠物动保有望成为公司增长强大引擎。 我们认为，公司的未来发展在于基于研发优势兑现带来的大单品市占率持续提升以及公司产品矩阵逐步丰富带来的新市场空间。而口蹄疫、高致病性禽流感、非瘟三大养殖大单品疫苗和宠物药品&疫苗的发展未来有望成为公司增长的强大引擎。公司近年来逐步切入口蹄疫和高致病性禽流感赛道，未来在亚单位疫苗成功研发并投入量产有望实现由全病毒到基因工程的升级换代，进一步强化在两大单品疫苗市场的竞争力，为公司持续贡献业绩。非瘟疫苗方面，公司与兰兽研合作研发的亚单位苗已取得积极进展，争取早日申请应急评价。宠物药品和疫苗方面，公司新成立惠中动保全面规划宠物板块发展，相关产品研发稳步推进。

2022 年 8 月 12 日

推荐/首次

普莱柯

公司报告

公司简介：

普莱柯主要从事兽用生物制品、化学药品及中兽药的研发、生产、销售及相关技术转让。主要产品有动物用疫苗、抗体、高新制剂、中兽药、消毒剂等多系列产品。

资料来源：公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

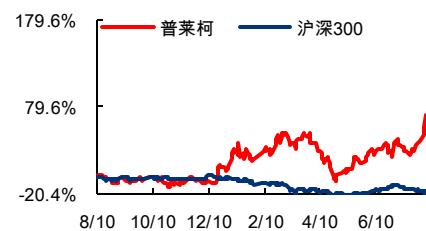
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间 (元)	33.7-17.53
总市值 (亿元)	102.11
流通市值 (亿元)	102.11
总股本/流通 A 股 (万股)	32,150/32,150
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	2.3

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：程诗月

010-66555458 chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050006

研究助理：孟林

010-66554073 menglin@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480120080038

进，未来集中上市后也有望快速为公司贡献业绩。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 2.21 亿、3.17 亿和 4.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.69、0.82 和 1.09 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 50.44、42.10、31.73 倍。看好公司疫苗大单品优势持续巩固，新拓展品类逐步放量。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：猪价波动风险，动物疫病风险，疫苗研发不及预期，宠物医疗行业发展不及预期等。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	928.51	1,098.57	1,030.75	1,260.06	1,499.94
增长率（%）	40.01%	18.31%	-6.17%	22.25%	19.04%
归母净利润（百万元）	227.74	244.14	220.52	317.09	420.75
增长率（%）	108.47%	7.20%	-9.67%	43.79%	32.69%
净资产收益率（%）	13.32%	13.56%	10.50%	13.57%	15.86%
每股收益(元)	0.72	0.78	0.69	0.82	1.09
PE	48.06	44.36	50.44	42.10	31.73
PB	6.51	6.18	5.30	4.76	4.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 普莱柯: 动保行业领军企业, 猪苗业务快速扩张	4
2. 行业面临变革机遇期, 龙头动保企业有望快速增长	6
3. 迈入研发兑现期, 产品矩阵逐步丰富	7
3.1 研发实力强劲, 平台优势突出	7
3.2 创新产品快速推出, 产品矩阵逐步丰富	8
3.3 积极开展销售渠道变革, 拓展大客户直销模式	11
4. 养殖大单品疫苗与宠物动保有望成为公司增长强大引擎	11
4.1 进军口蹄疫、高致病性禽流感两大单品	11
4.2 非瘟疫苗研发持续推进	13
4.3 积极布局宠物药品&疫苗板块	14
5. 公司盈利预测及投资评级	18
6. 风险提示	19
相关报告汇总	21

插图目录

图 1: 公司业务和参控股公司结构	4
图 2: 公司营收变化	5
图 3: 公司归母净利润变化	5
图 4: 公司主营收入结构 单位: 百万元	5
图 5: 公司各业务毛利率	5
图 6: 公司股权结构	6
图 7: 生猪价格持续上涨 (单位: 元/千克)	6
图 8: 伪狂苗批签发数量逐月回升	6
图 9: 公司研发投入 单位: 万元	8
图 10: 公司新兽药证书分类	8
图 11: 公司直销收入快速增长 单位: 百万元	11
图 12: 公司直销和经销渠道毛利率均保持稳定	11
图 13: 非洲猪瘟病毒结构复杂	13
图 14: 宠物 (犬猫) 消费结构变化 (医疗类)	15
图 15: 2015-2020 年中国宠物用药品产值	15
图 16: 2021 年宠物消费渗透率	15
图 17: 2021 年犬猫免疫率	15

表格目录

表 1: 基因工程疫苗与传统疫苗对比	7
表 2: 公司目前猪、禽疫苗产品矩阵	9

表 3: 公司主要在研项目情况.....	10
表 4: 中普生物目前可生产的四款口蹄疫疫苗	12
表 5: 普莱柯（南京）目前可生产的七款高致病性禽流感疫苗	12
表 6: 国内主要非瘟疫苗研发进展.....	13
表 7: 非瘟疫苗市场空间测算 单位：亿元	14
表 8: 宠物疫苗市场空间测算 单位：亿元	16
表 9: 目前国内犬、猫疫苗产品及相关厂商	16
表 10: 公司主要宠物药品&疫苗产品进展	17

1. 普莱柯：动保行业领军企业，猪苗业务快速扩张

普莱柯是我国动保行业领军企业之一。公司始成立于 2002 年，主要从事兽用生物制品、化学药品及中兽药的研发、生产及销售，其产品广泛用于下游畜禽和宠物的疫病预防与治疗。截至目前公司共拥有 6 个生产基地、50 余条生产线，可生产猪用、禽用共 50 余种生物制品和 200 多种化学药品，产品品类齐全。公司旗下拥有 6 家全资子公司和 3 家参股公司，其中全资子公司普莱柯（南京）和参股公司中普生物（持股 46.97%）分别生产高致病性禽流感和口蹄疫疫苗两大单品疫苗。2021 年公司成立了全资子公司惠中动保，完成了宠物板块研、产、销等业务体系的组建，统筹规划公司宠物板块的中长期发展。

图 1：公司业务和参控股公司结构



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

随着公司业务规模持续扩张，公司营收和利润表现均持续增长。受益于 21 年生猪产能快速恢复，带动公司猪用疫苗业务增收 47.23% 至 3.88 亿元，公司 21 年总营收 10.99 亿元，*YoY +18.31%*。利润方面，21 年公司实现归母净利润 2.44 亿元，*YoY +7.20%*。从分业务毛利率来看，公司猪苗业务毛利率较高，基本在 80% 以上，禽苗业务近年来也基本维持在 60% 左右。自 2019 年以来，随着公司猪苗业务快速扩张，禽苗毛利率趋于向上，公司毛利率持续上行，21 年公司综合毛利率 65.41%，同比上升 1.09pcts。2022H1 受下游生猪养殖行业持续亏损影响，公司猪用疫苗等产品面临较大经营压力，业绩端短期承压。公司 2022 年上半年实现营收 5.13 亿元，*YoY -11.48%*，实现归母净利润 0.80 亿元，*YoY -50.94%*。但我们判断，随着目前养殖行情逐步好转，特别是新一轮养殖周期的到来，下游用苗和用药需求有望逐步恢复，公司业绩表现有望好转。

图 2：公司营收变化

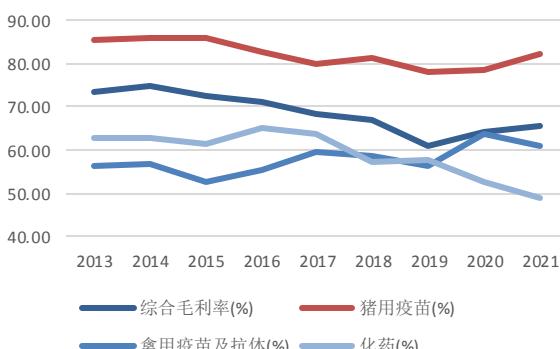

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 3：公司归母净利润变化


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 4：公司主营收入结构 单位：百万元

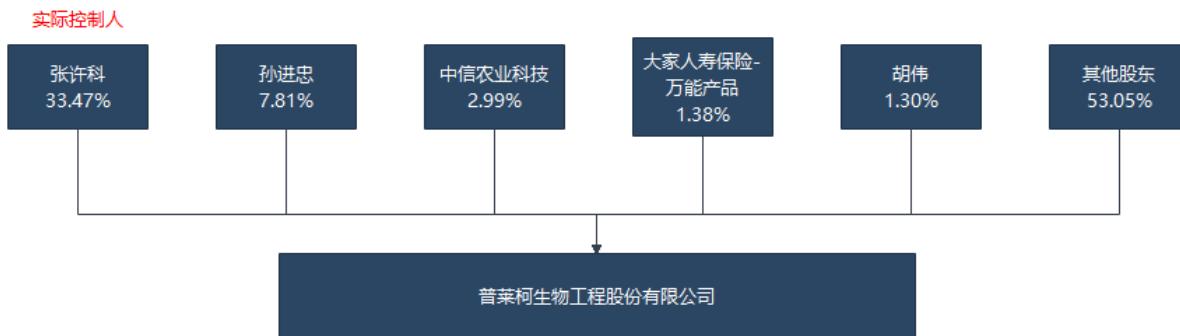

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 5：公司各业务毛利率


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

公司股权结构清晰稳定。创始团队张许科、孙进忠、胡伟三人仍持股公司并在公司任职，其中张许科持股33.47%，为公司实控人并任董事长，胡伟任公司董事、总经理，孙进忠之子孙长卿任公司董事。公司董事长张许科先生毕业于河南农业大学兽医专业，曾任洛阳市铁路兽医检疫站兽医师、洛阳市畜牧兽医工作站高级兽医师，具有丰富的动物疫病防治经验和兽药研制与产业化推广经验，是国内具代表性和影响力的畜牧兽医行业专家。

图 6：公司股权结构



资料来源：公司官网，东兴证券研究所 注：截至 2022 年中报

2. 行业面临变革机遇期，龙头动保企业有望快速增长

动保行业基本面有望迎来触底回升。动保行业作为典型的养殖后周期行业，其景气度与养殖行业景气度高度相关。受 21 年下半年以来生猪养殖行情走低影响，养殖业免疫和用药需求受到一定影响，猪用动保需求出现明显下滑，22Q1 各家动保企业业绩也出现明显承压。但我们观察到，随着 4 月以来猪价出现大幅反弹，养殖端免疫程序有望逐步恢复，整个动保板块的基本面有望迎来触底回升。以母猪和仔猪都可接种的伪狂犬疫苗为例，4-6 月批签发数量出现明显逐月回升，6 月伪狂苗批签发数量已经接近去年同期水平，同比仅下滑 4.51%，7 月批签发数量环比 6 月仅小幅下降-1.57%。

图 7：生猪价格持续上涨（单位：元/千克）



图 8：伪狂苗批签发数量逐月回升



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：国家兽药基础数据库，东兴证券研究所

从更长远的维度来看，我们认为未来 3-5 年是动保行业自身变革发展的重大机遇期，行业有望迎来供给端优化提质+需求端市场化发展双重变化，龙头动保公司有望从中充分获益，快速增长。

从供给端来说，兽药生产质量管理的持续趋严将促使行业落后产能出清。2020 年 4 月，农业农村部正式发布新版兽药 GMP（兽药生产质量管理规范），全面提升兽药生产质量管理，自 2020 年 6 月 1 日起施行。根据农业农村部安排，新版兽药 GMP 给予了兽药生产企业两年的过渡时间。2022 年 5 月，农业农村部畜牧兽医局发布《关于组织开展新版兽药 GMP 实施情况清理工作的通知》。通知表示，截至 2022 年 6 月 1 日零时，

未通过新版兽药 GMP 检查验收的兽药生产企业（生产车间），一律停止兽药生产活动；对未通过新版兽药 GMP 检查验收且未经省级畜牧兽医主管部门批准延期开展兽药 GMP 检查验收的企业（生产车间），由省级畜牧兽医主管部门和农业农村部及时注销其兽药生产许可证或相应生产范围，以及相关兽药产品批准文号。我们认为，新版 GMP 期限已至，行业内中小企业由于无法完成改造和验收，短期内面临集中出清。国家兽药基础数据库数据显示，22 年 7 月末登记在案的兽药生产企业还剩不足 1000 家，与 2020 年底 1600 多家相比淘汰率近 40%。动保行业向头部逐步集中的趋势加速发展，行业供给端格局有望得到持续改善。

从需求端来看，近年来国家强免制度的改革和下游养殖规模化的持续推进有望推动动保行业进一步市场化和提质扩容。一方面，以“先打后补”为核心的国家动物疫病强免制度改革正在逐步推进，根据 2022 年 1 月农业农村部印发的《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022—2025 年）》，对高致病性禽流感、口蹄疫等强免疫疫病全面推进“先打后补”工作。在 2022 年年底前实现规模养殖场（户）全覆盖，在 2025 年年底前逐步全面停止政府招采。政采的逐步退出意味着动保行业的全面市场化即将到来。在市场化竞争中，产品+营销优势将是动保企业的竞争关键所在。同时，政采退出后的市场化定价也有望解决“好苗卖不出好价”的问题，具备产品品质和营销渠道优势的龙头动保企业有望充分受益。另一方面，养殖规模化的进程在非瘟背景下加快推进，从各大养殖企业的中长期发展规划来看，至少未来 3-5 年内这一进程的速度仍不会减缓，长期也必然沿着规模化养殖的方向持续发展。规模化养殖带来的是对生物安全的更加重视、更加规范的免疫和用药程序和更高的动保渗透率，同时对动保产品品质也提出了更高的要求，有望推动动保行业进一步提质扩容，龙头动保企业有望迎来更大的成长机遇。

3. 迈入研发兑现期，产品矩阵逐步丰富

3.1 研发实力强劲，平台优势突出

动保行业具备高盈利，低周转的特点，支撑行业高盈利能力的是研发与工艺组成的技术壁垒。作为生物医药行业的一个分支，动保行业前端研发的重要性是毋庸置疑的，以研发为基础建立起来的研发平台优势是企业能够持续推出领先于市场的新产品的重要基础，更能为企业提供源源不断的发展动能。特别是随着分子生物学、基因工程学等相关领域新技术的推广应用，以基因工程苗为代表的现代生物技术疫苗快速发展。与传统疫苗相比，基因工程苗纯度高，并能够显著降低生产成本，安全性也更为可靠。同时，利用基因工程技术，也更方便制成多联多价疫苗，达到一针防多病的目的。我们认为，基因工程苗和多联多价苗在生产和动物疫病防控上的优势被逐步发掘，未来有望逐步成为兽用疫苗市场的主体，动保行业技术壁垒有望进一步抬升，具备研发平台优势的龙头企业有望抢占先机。

表 1：基因工程疫苗与传统疫苗对比

	基本制备路径	特点
基因工程疫苗	将病原的保护性抗原编码的基因片段克隆入表达载体，用以转染细胞或真核细胞微生物及原核细胞微生物后得到的产物，或者将病原的毒力相关基因删除掉，使其成为不带毒力相关基因的基因缺失苗，主要包括亚单位疫苗、载体疫苗、核酸疫苗、基因缺失疫苗等	取病毒相关基因表达抗原决定簇制成的疫苗，具有产量高、纯度高、安全性高特点，易于大规模生产和使用，生产费用相对较低。但免疫原性相对较差，需采取配合使用佐剂等方法以增强免疫原性。
传统疫苗	采用病原微生物及其代谢产物，经过人工减毒、脱毒、灭活等方法制成，一般以灭活、减毒居多	以完整病原体作为抗原，免疫原性较好，但存在安全性风险，同时需要培养大量微生物作为载体，生产成本较高。

资料来源：基因工程疫苗在动物疾病防治中的应用、东兴证券研究所

公司作为动保行业龙头企业之一，研发实力强劲，平台优势突出。公司目前拥有国家兽用药品工程技术研究中心（NVC）、国家级企业技术中心、动物传染病诊断试剂与疫苗开发国家地方联合工程实验室三个国家级创新平台，形成了以国内著名动物疫病防控专家田克恭教授领衔的专业技术研发团队。公司持续增加研发投入，不断强化自主创新能力，目前已经构建了完备的反向遗传技术、原核表达技术、真核细胞表达技术、多联多价疫苗技术、细菌高密度发酵技术、抗原浓缩纯化技术等技术平台，具备了开发亚单位疫苗、核酸疫苗、活载体疫苗、基因缺失疫苗等系列基因工程疫苗的实力。特别是在亚单位疫苗研发和制备技术方面，公司近年来连续突破高效蛋白表达、蛋白层析纯化和病毒样颗粒组装技术，并于2017年成功推出了猪圆环亚单位疫苗（大肠杆菌源）重磅产品。公司在联苗上的技术优势也明显体现在禽苗板块上，公司近年来推出的新支流、新支流法、新流法等优质基因工程联苗均得到市场的高度认可。由于公司前期一系列重点研发项目已取得阶段性成果，且处于研发支出相对较低的临床试验和新兽药注册阶段的产品占比较大，近年来公司研发支出有所下降。

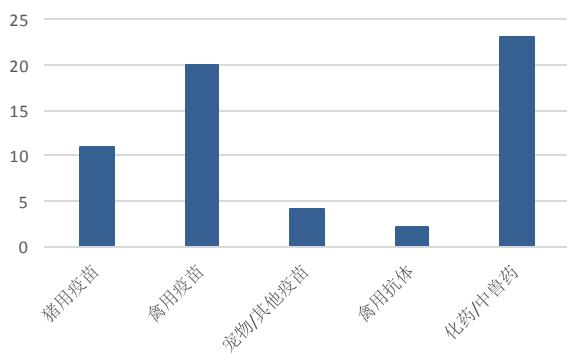
除自主创新外，公司还积极推进与哈兽研、兰兽研、军事兽医研究所、中国农业大学等国内主要兽药研发机构的合作开发，持续积累科技创新方面的领先优势。截至目前，公司及子公司已累计获得国家新兽药注册证书60项，其中疫苗35项。公司目前正在全力推进生物安全三级实验室（BSL-3/ABSL-3）建设工作，截至2022年4月已完成科技部组织的病原微生物实验室建设审查论证，目前进展顺利，有望于2023年上半年顺利建成验收。此外，公司在原有核心技术平台的基础上，近期也陆续启动了核酸疫苗开发、生物信息学、免疫学等技术平台的组建工作，为持续开发高效、新型的疫苗产品打下坚实的科研基础。

图 9：公司研发投入 单位：万元



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 10：公司新兽药证书分类



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.2 创新产品快速推出，产品矩阵逐步丰富

在强大研发平台优势的赋能下，公司逐步迈入研发兑现期，创新产品快速推出。目前公司已经构建起猪用疫苗+禽用疫苗/抗体+化药为主体的完整的产品矩阵，拥有业界领先的猪用、禽用系列市场化基因工程疫苗和多联多价疫苗，基本覆盖了养殖业所面对的主要动物疫病。

表 2：公司目前猪、禽疫苗产品矩阵

品 类	产品类别	具体产品
猪 用 疫 苗	口蹄疫	(参股公司中普生物从事该业务)
	猪瘟	猪瘟耐热保护剂活疫苗(细胞源)、猪瘟活疫苗(传代细胞源)
	蓝耳	高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗(JXA1-R株)、猪繁殖与呼吸综合征活疫苗(CH-1R株)
	伪狂	伪狂犬病活疫苗(Bartha-K61株)、猪伪狂犬病灭活疫苗(HN1201-ΔgE株)
	圆环	猪圆环病毒2型灭活疫苗(SH株)、猪圆环病毒2型灭活疫苗(SH株, II)、猪圆环病毒2型基因工程亚单位疫苗(大肠杆菌源)
	支原体肺炎	猪支原体肺炎灭活疫苗(HN0613株)
	副猪嗜血杆菌病	副猪嗜血杆菌病二价灭活疫苗(4型JS株+5型ZJ株)
	胃腹二联	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联灭活疫苗；猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗(SDL株+LWL株)
	圆支二联	猪圆环病毒2型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗(SH株+HN0613株)
	圆副二联	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)
禽 用 疫 苗	高致病性禽流感(H5、H7)	(全资子公司普莱柯南京从事该业务)
	新城疫	鸡新城疫活疫苗(Clone30株)、鸡新城疫活疫苗(La Sota株)、鸡新城疫耐热保护剂活疫苗(La Sota株)
	禽流感(H9)	禽流感(H9亚型)灭活疫苗(SZ株)
	新流二联	鸡新城疫、禽流感(H9亚型)二联灭活疫苗(La Sota株+SZ株)；鸡新城疫病毒(La Sota株)、禽流感病毒(H9亚型, HL株)二联灭活疫苗
	新支二联	鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗(La Sota株+H120株)
	新支流三联	鸡新城疫病毒(La Sota株)、传染性支气管炎病毒(M41株)、禽流感病毒(H9亚型, HL株)三联灭活疫苗；鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感(H9亚型)三联灭活疫苗(La Sota株+M41株+Re-9株)；鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感(H9亚型)三联灭活疫苗(N7a株+M41株+SZ株)
	法氏囊病	鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗(B87株)
	新流法三联	鸡新城疫、禽流感(H9亚型)、传染性法氏囊病三联灭活疫苗(La Sota株+SZ株+rVP2蛋白)
	新支流法四联	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感(H9亚型)、传染性法氏囊病四联灭活疫苗(La Sota株+M41株+SZ株+rVP2蛋白)
	新支减三联	鸡新城疫病毒(La Sota株)、传染性支气管炎病毒(M41株)、减蛋综合征病毒(AV127株)三联灭活疫苗
	新支减流四联	鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征、禽流感H9亚型四联灭活疫苗(La Sota株+M41株+AV127株+HL株)
	传染性鼻炎	鸡传染性鼻炎(A型、C型)二价灭活疫苗(HN3株+SD3株)
	鸡痘	鸡痘活疫苗(鹤鹑化弱毒株)
	传染性喉气管炎	鸡传染性喉气管炎重组鸡痘病毒基因工程疫苗

资料来源：公司公告、国家兽药基础数据库、东兴证券研究所注：标题为公司研发成功并取得新兽药证书的产品

从产品矩阵来看，公司产品已完全覆盖生猪前五大疫苗品类，在圆环系列产品中(圆环全病毒苗、亚单位苗、圆支二联、圆副二联)具备明显优势。同时公司近年新推出的猪伪狂犬病基因缺失苗也获得了市场的充分认可。禽苗方面，公司以多联多价为目标，构建了以新支流、新流法、新支流法为主体的完整的禽用联

苗矩阵, 为家禽养殖户减少免疫程序、降低疫苗成本提供了切实有效的帮助。2020 年公司圆环系列产品实现销售超 4000 万头份, 禽法氏囊三联和四联苗占领约 1/4 的国内市场份额, 稳居行业前茅。2021 年上半年公司圆环亚单位苗、圆支二联等产品实现销售收入同比翻番, 猪伪狂基因缺失苗实现销售收入同比翻两番, 鸡法氏囊亚单位三联和四联苗合计销售收入实现 20% 以上的增长, 远超同期禽用疫苗整体增幅。2021 年公司上述重要产品均实现了超过行业平均水平的大幅增长, 充分显示出公司近年来上市的创新产品所具有的强劲市场竞争力。

在研产品方面, 公司全力推进非洲猪瘟、口蹄疫、高致病性禽流感 (H5、H7) 等基因工程亚单位疫苗的研发工作, 均获得较好的研究进展。非瘟疫苗方面正按照农业农村部要求完善相关实验研究, 力争早日提交应急评价申请。公司与兰兽研合作开发的猪口蹄疫 (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的收尾阶段, 年内有望提交临床试验申请, 与哈兽研合作的高致病性禽流感 (H5型+H7型) 重组三价亚单位疫苗 (杆状病毒载体) 目前正按要求在吉林、山东、河南 3 省开展临床试验, 项目整体进展顺利。此外, 公司持续开展圆环 (亚单位) -支原体二联灭活疫苗 (一针型)、猪伪狂犬病流行株活疫苗 (HN1201-R1 株) 等迭代产品以及新支流法腺五联、新支流减腺五联灭活疫苗等重要产品的研发工作。新流法腺四联、新支流减腺五联已完成临床试验, 伪狂流行株、新支流法腺五联、水貂犬瘟热活疫苗 (HL001-M3 株) 等已进入新兽药注册阶段。

表 3: 公司主要在研项目情况

研发药 (产) 品名称	研发 (注册) 所处阶段
非洲猪瘟亚单位疫苗	临床前研究阶段
重组口蹄疫亚单位疫苗 (大肠杆菌源)	临床前研究阶段
禽流感 (H5+H7) 重组杆状病毒载体三价灭活疫苗 (rBH5-11 株+rBH5-12 株+rBH7-2 株)	临床试验阶段
猪圆环病毒 2 型、支原体肺炎二联灭活疫苗 (Cap 蛋白+HN0613 株)	新兽药注册阶段
猪伪狂犬病流行株活疫苗 (HN1201-R1 株)	新兽药注册阶段
猪塞尼卡谷病毒灭活疫苗 (SW/FJ/001 株)	新兽药注册阶段
水貂犬瘟热活疫苗 (HL001-M3 株)	新兽药注册阶段
鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型)、传染性法氏囊病、禽腺病毒 (I 群, 4 型) 五联灭活疫苗 (N7a 株+M41 株+HF 株+rVP2 蛋白+Fiber-2 蛋白)	新兽药注册阶段
鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型)、减蛋综合征、禽腺病毒 (I 群, 4 型) 五联灭活疫苗 (N7a 株+M41 株+HF 株+tFiber 蛋白+Fiber-2 蛋白)	已完成临床试验
鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型)、传染性法氏囊病、禽腺病毒 (I 群, 4 型) 四联灭活疫苗 (N7a 株+HF 株+rVP2 蛋白+Fiber-2 蛋白)	已完成临床试验
禽流感 (H9 亚型) 病毒杆状病毒载体灭活疫苗 (R9-SD 株)	已完成临床试验

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

我们认为, 基于强大的研发平台优势, 公司近年来陆续推出了多款创新型亚单位疫苗产品, 快速被市场接受, 已经形成了公司“大单品”优势。在此基础上, 公司还不断拓展产品边界, 并持续开发迭代产品和新联苗产品, 有望持续保持公司的大单品优势, 并将此优势逐步延伸至其他疫病领域, 逐步丰富公司产品矩阵, 产品优势有望持续得到体现。

3.3 积极开展销售渠道变革，拓展大客户直销模式

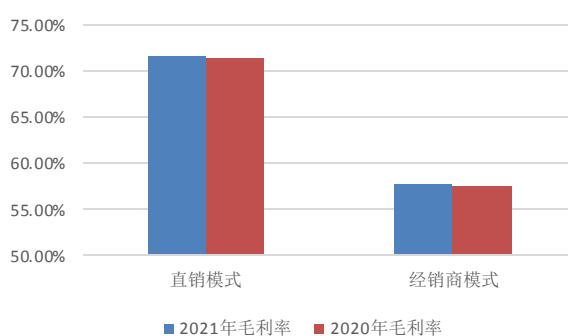
积极拓展大客户直销模式。公司采取“直销+经销”的产品销售模式，近年来积极开展销售渠道变革，逐步拓展大客户直销规模。2021年公司组建了战略客户部，统筹畜禽养殖TOP30的大型养殖集团的开发和服务，并通过自身“药苗联动”的独特业务优势，优化配置资源并为客户提供“一户一策”的系统性疫病防治方案，提升客户粘性，持续推动公司产品销售，21年公司直销渠道收入5.89亿元，同比增长31.15%。22年上半年公司超额完成既定大客户开发目标，新增大型养殖集团客户10余家，战略客户销售占比持续提升。在此基础上，公司不断提升自身预算和财务管理能力，提升大客户直销模式下公司的盈利能力。近年来公司直销和经销渠道毛利率均保持基本稳定，受猪用疫苗高毛利推动，公司直销毛利率明显高于经销商模式。

图 11：公司直销收入快速增长 单位：百万元



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 12：公司直销和经销渠道毛利率均保持稳定



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 养殖大单品疫苗与宠物动保有望成为公司增长强大引擎

我们认为，公司的未来发展在于基于研发优势兑现带来的大单品市占率持续提升以及公司产品矩阵逐步丰富带来的新市场空间。而口蹄疫、高致病性禽流感、非瘟（研发推进中）三大养殖大单品疫苗和宠物药品&疫苗的发展未来有望成为公司增长的强大引擎。

4.1 进军口蹄疫、高致病性禽流感两大单品

受强免政策推动，口蹄疫和高致病性禽流感(H5、H7亚型)疫苗一直是我国单一市场规模最大的两种产品，同时也是需要特定生产许可资质的产品。目前农业农村部共批准8家企业生产口蹄疫疫苗、11家企业生产高致病性禽流感(H5、H7)疫苗产品，具备较强的“牌照”属性。

合资成立中普生物从事口蹄疫业务。作为生猪和牛羊等反刍动物普免的最大单品疫苗，国内口蹄疫疫苗整体市场空间约在30至40亿元左右，而随着政策的逐步退出和市场竞争的逐步推广，未来市场空间有望进一步扩大。目前国内8家口蹄疫疫苗生产企业共生产21款口蹄疫疫苗，除在毒株选择和培养工艺上有所区分外，主要路线还是以灭活为主，竞争激烈，仅有中牧、天康和申联生产合成肽疫苗。公司2018年联合中牧、中信农业共同出资成立了中普生物，专门从事口蹄疫疫苗业务，标志着公司间接进入了口蹄疫疫苗市场。2019年以来，中普生物陆续取得猪口蹄疫O型、A型二价灭活疫苗(OHM/02株+AKT-III株)新兽药证书以及相应的产品批准文号，完成了生产基地及检验设施生物安全三级防护改造和验收，基本完成了生产工艺提升和销售体系搭建，已经全面进入市场化经营阶段。目前中普生物可生产四款口蹄疫疫苗，均为灭活路线。我们认为，随着中普生物自身生产经营体系逐步完善，以及公司未来重组口蹄疫亚单位基因工程疫苗获批后将该

项资产注入, 有望实现国内口蹄疫疫苗由全病毒苗到基因工程苗的升级换代, 强化中普生物在国内口蹄疫疫苗市场的竞争力, 为公司持续贡献业绩。2022年7月19日, 公司公告对中普生物增资4048.93万元, 持股比例增至46.97%。

表 4: 中普生物目前可生产的四款口蹄疫疫苗

疫苗名称	获批生产时间	其他生产厂家	新兽药证书归属
猪口蹄疫 O型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)	2021	生物股份、中牧兰州厂、天康生物、杨凌金海、必威安泰	(2014) 生物股份、天康生物、中牧股份
口蹄疫 O型、A型二价灭活疫苗 (O/HB/HK/99 株+AF/72 株, 悬浮培养)	2021	生物股份、中牧兰州厂	-
猪口蹄疫 O型、A型二价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-III 株)	2021	天康生物、杨凌金海	(2019) 天康生物、杨凌金海、中普生物
口蹄疫 O型灭活疫苗 (OS 株)	2021	中牧兰州厂	-

资料来源: 国家兽药基础数据库、东兴证券研究所

收购南京梅里亚从事禽流感业务。高致病性禽流感 (H5、H7) 目前整体市场空间在 10 至 20 亿元左右, 是单一品类最大禽用疫苗产品。与口蹄疫相似, 目前国内厂家生产的高致病性禽流感疫苗除在毒株和培养工艺上有所区分外, 疫苗技术路线仍是传统的油乳剂灭活苗, 还没有基因工程苗面市。公司 2019 年成功收购南京梅里亚并更名为普莱柯 (南京), 正式取得了高致病性禽流感疫苗产品的生产资质。2020 年, 普莱柯 (南京) 开展了新生产基地的筹建工作, 目标建设年产 20 亿毫升灭活疫苗生产线及高标准建成全球首个高致病性禽流感亚单位疫苗生产基地, 持续增强在高致病性禽流感领域的竞争地位。2021 年公司发布定增预案, 拟向包括公司实控人张许科在内的不超过 35 名特定投资者发行股票募资约 9 亿元, 主要用于普莱柯 (南京) 产能扩建 (拟投资 4 亿元) 等项目。按照目前的进度, 项目有望于 2023 年底之前竣工投产, 届时将突破公司现存的产能瓶颈, 再叠加公司在高致病性禽流感亚单位疫苗研发端的持续进展, 未来有望实现高致病性禽流感由全病毒到基因工程的升级换代, 进一步抢抓市场苗改革后高致病性禽流感疫苗市场迎来的战略机遇期, 确立公司强大的产品优势和产能基础, 形成公司新的业务增长极。

表 5: 普莱柯 (南京) 目前可生产的七款高致病性禽流感疫苗

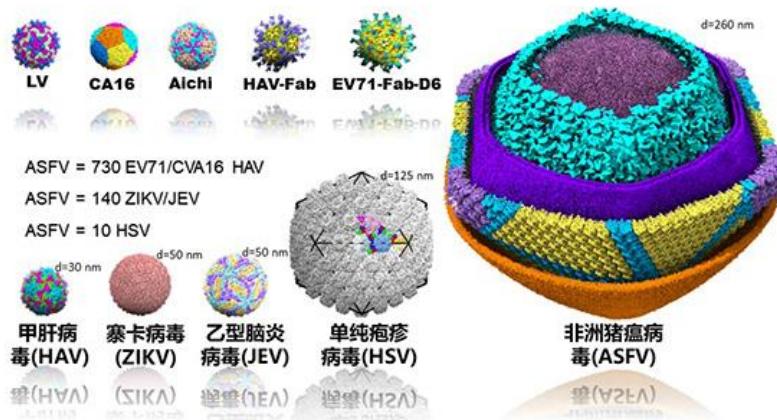
疫苗名称	获批生产时间	其他生产厂家
重组禽流感病毒 (H5 亚型) 二价灭活疫苗 (H5N6 H5-Re13 株+H5N8 H5-Re14 株)	2022	哈维科、乾元浩郑州厂、青岛易邦、广东永顺、肇庆大华农、辽宁益康、哈药集团生物
重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N6 H5-Re13 株+H5N8 H5-Re14 株+H7N9 H7-Re4 株)	2022	哈维科、乾元浩郑州厂、青岛易邦、广东永顺、肇庆大华农、辽宁益康、哈药集团生物
重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re3 株)	2020	哈维科、乾元浩郑州厂、青岛易邦、广东永顺、肇庆大华农、辽宁益康、哈药集团生物
重组禽流感病毒灭活疫苗 (H5N1 亚型, Re-6 株)	2021	乾元浩郑州厂、青岛易邦、肇庆大华农
重组禽流感病毒灭活疫苗 (H5N1 亚型, Re-5 株) 【仅供出口】	2021	乾元浩郑州厂、肇庆大华农
重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗 (Re-6 株+Re-8 株) 【仅供出口】	2021	哈维科、乾元浩郑州厂、青岛易邦、肇庆大华农、辽宁益康、哈药集团生物
重组禽流感病毒 H5 亚型三价灭活疫苗 (Re-6 株+Re-7 株+Re-8 株) 【仅供出口】	2021	辽宁益康

资料来源: 国家兽药基础数据库、东兴证券研究所 注: 重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗 (Re-6 株+Re-8 株) 和重组禽流感病毒 H5 亚型三价灭活疫苗 (Re-6 株+Re-7 株+Re-8 株) 近年来国内厂家均不再生产

4.2 非瘟疫苗研发持续推进

非洲猪瘟自 2018 年进入我国以来，一直是影响我国生猪养殖行业的最严重疫病。相较于传统病毒，非洲猪瘟病毒（ASFV）是一个十分巨大和复杂的病原体，现有研究还未能完全揭示其感染和致病机制，研发安全有效的疫苗和抗病毒策略难度极大。虽然今年 6 月越南批准了全球首个非瘟疫苗上市（ASFV I177L 基因缺失减毒活疫苗（ASFV-ΔI177L），疫苗名：NAVET-ASFVAC），但其降低 ASFV 毒力的分子机制并没有得到阐明。根据 4 月在《Viruses》上发表的一篇文章《Evaluation of the Safety Profile of the ASFV Vaccine Candidate ASFV-G-ΔI177L》，其实验结果表明，该疫苗在使用方面可能存在水平传播的风险，并且随着代次的增加，病毒滴度不下降，且子代越来越稳定，所以该疫苗的有效性和安全性有待进一步研究。目前国内官方对该疫苗也持不认可态度，农业农村部 6 月专门发函要求严格防范非洲猪瘟国外 I177L 基因缺失疫苗流入。

图 13：非洲猪瘟病毒结构复杂



资料来源：哈兽研，东兴证券研究所

目前国内非瘟疫苗研发主要有三个方向，分别是减毒路线、亚单位路线和载体路线。公司在减毒和亚单位路线分别与哈兽研和兰兽研展开合作，与兰兽研合作研发的亚单位疫苗已经取得了积极进展。2021 年 12 月，由兰兽研牵头的“非洲猪瘟亚单位疫苗研发”成功被纳入国家重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项 2021 年度揭榜挂帅项目，项目实施周期三年。根据公司披露，农业农村部对该疫苗应急评价的两轮征求意见已经结束，项目组将按照应急评价资料要求和疫苗免疫效力指导原则进一步完善相关实验研究，争取早日申请应急评价。

表 6：国内主要非瘟疫苗研发进展

技术路线	研发单位	疫苗名称	目前进展
减毒路线	普莱柯、哈兽研	非洲猪瘟基因缺失活疫苗 (HLJ/18-7GD 株)	2020 年初获批进入临床试验阶段
	军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所	非洲猪瘟基因缺失病毒-G 佐剂复合物灭活疫苗(SY18ΔMGF/CD2v 株)	2022 年 6 月提交临床试验申请
	中国农业科学院北京畜牧兽医研究所	非洲猪瘟基因缺失疫苗	2021 年 12 月被纳入国家重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项 2021 年度揭榜挂帅项目

技术路线	研发单位	疫苗名称	目前进展
	金字保灵、华南农业大学、中国农业科学院上海兽医研究所	非洲猪瘟基因缺失弱毒活疫苗	2021年12月“缺失CD2v、MGF(12L, 13L, 14L)和I177L基因片段的减毒非洲猪瘟病毒毒株”获得国家发明专利授权
亚单位路线	浙江海隆生物、中国动物疫病预防控制中心	非洲猪瘟多组分亚单位灭活疫苗	2021年8月提交应急评价申请
	普莱柯、兰兽研	非洲猪瘟亚单位疫苗	被纳入国家重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项2021年度揭榜挂帅项目。目前正按照农业农村部要求完善相关实验研究,准备提交应急评价申请
载体路线	军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所	非洲猪瘟活载体疫苗	被纳入国家重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项2021年度揭榜挂帅项目
mRNA路线	生物股份	-	2021年新立项,对于靶点的筛选已经完成了70%到80%,2021年已完成多组非洲猪瘟mRNA疫苗、腺病毒载体疫苗、亚单位疫苗的效力评价实验,并取得一定成果

资料来源:公司公告、东兴证券研究所

根据新修订的《兽药注册评审工作程序》,对重大动物疫病应急处置所需的兽药,农业农村部可启动应急评价,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,有关兽药生产企业可按规定申请临时兽药产品批准文号。按照该流程,如最终通过应急评价,可直接跳过新兽药注册阶段(至少需1年左右),大大缩短上市所需流程时间。我们认为,亚单位疫苗由于是灭活疫苗,不存在生物安全相关风险,只要保护力达到要求,养殖端对其接受意愿很强,免疫渗透率有望在短期快速提升,潜在市场空间巨大。我们测算在中性条件下非瘟疫苗市场空间有望接近100亿,如被纳入强免则市场空间会进一步扩大。公司作为该款疫苗的联合研制单位,有望首批获批生产,充分享受行业空间释放的红利。

表7:非瘟疫苗市场空间测算 单位:亿元

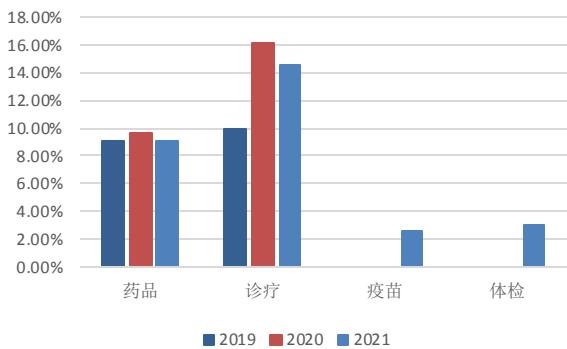
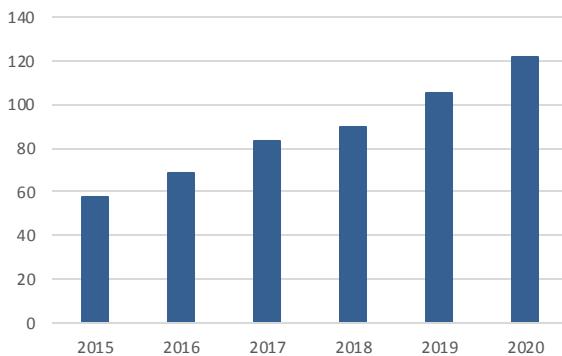
疫苗单价 (元/针)	免疫渗透率				
	40%	60%	70%	80%	100%
5	28	42	49	56	70
7	39.2	58.8	68.6	78.4	98
10	56	84	98	112	140
15	84	126	147	168	210
20	112	168	196	224	280

资料来源:东兴证券研究所注:假设疫苗推出前期未被纳入强制免疫,以市场化方式销售;按全国每年7亿头生猪出栏计算,假设每头猪需打两针

4.3 积极布局宠物药品&疫苗板块

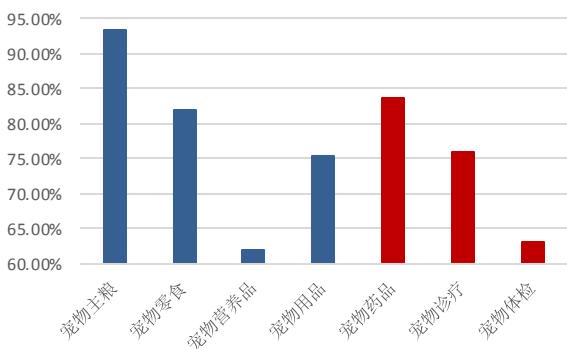
宠物医疗市场空间广阔。随着我国宠物经济的持续发展,宠物医疗行业快速发展壮大。作为宠物消费刚需品类之一,宠物医疗已经成为继宠物食品之外的第二大宠物消费市场,且占比逐年提升。根据《2021年中国宠物行业白皮书》数据,从2019年到2021年,宠物医疗的市场份额从19%到29.2%,增长了10pcts。从细分品类来看,宠物诊疗是目前宠物医疗最大的消费场景,同时宠物药品和疫苗也占据一定份额。根据《2021年中国宠物医疗行业白皮书》数据,2020年中国宠物用药品产值122亿元,2015-2020年年复合增速达16.03%。

而从渗透率来看，同作为刚需品类，宠物医疗行业渗透率却明显小于宠物食品行业（主粮），仍有进一步提升空间，特别是2021年犬猫的免疫率还不足50%。

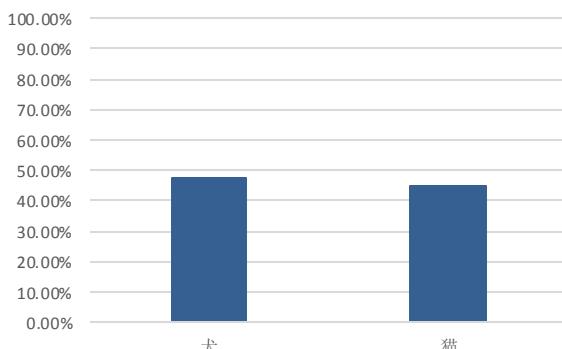
图 14：宠物（犬猫）消费结构变化（医疗类）

图 15：2015-2020 年中国宠物用药品产值


资料来源：2021年中国宠物行业白皮书，东兴证券研究所
注：2021年将疫苗、体检从诊疗消费中分出

资料来源：2021中国宠物医疗行业白皮书，东兴证券研究所

图 16：2021 年宠物消费渗透率


资料来源：2021年中国宠物行业白皮书，东兴证券研究所

图 17：2021 年犬猫免疫率


资料来源：2021年中国宠物行业白皮书，东兴证券研究所

目前国内宠物药品+疫苗市场总空间有望达 200 亿元。1、**标准免疫程序假设：**根据世界小动物兽医师学会免疫指导小组发布的2015版《犬猫免疫指导手册》及硕腾、默沙东等主要宠物疫苗生产企业对犬猫标准免疫程序的建议，以宠物狗一岁前接种3针犬四联、1针狂犬病疫苗，一岁后每年接种1针犬四联、1针狂犬病疫苗；宠物猫一岁前接种2-3针猫三联、1针狂犬病疫苗，一岁后每年接种1针猫三联、1针狂犬病疫苗为标准免疫程序。2、**宠物犬、猫基础数量假设：**根据《2021年中国宠物行业白皮书》数据，2021年全国城镇家庭养猫数量为5806万只，养狗数量为5429万只。假设宠物犬、猫平均生存10年，且各年龄段平均分布。3、**疫苗价格假设：**根据公开价格资料，假设正常状态下出厂价狂犬病疫苗20元/针，犬四联30元/针，猫三联25元/针。4、**免疫渗透率假设：**作为最基础的免疫品种，并考虑到狂犬病对人、宠的高危险性和高致死率，我们认为狂犬病疫苗免疫渗透率略高于白皮书统计的数据，而犬四联和猫三联相对较低，并且在犬猫1岁后免疫率出现明显下降。

根据我们以上假设和测算，我们认为目前国内宠物（犬猫）疫苗市场空间接近20亿元，其中狂犬病约14亿、犬四联3.5亿、猫三联2.5亿。再叠加宠物药品约130亿的总产值，目前国内宠物药品+疫苗市场总空间预

计达 150 亿元。未来随着我国养宠数量的增长和宠物主健康意识的提升,宠物药品和疫苗市场未来还有十分广阔的空间。

表 8: 宠物疫苗市场空间测算 单位: 亿元

			免疫渗透率				
			10%	20%	40%	60%	80%
犬	1岁前	狂犬病*1	0.11	0.22	0.43	0.65	0.87
		犬四联*3	0.49	0.98	1.95	2.93	3.91
	1岁后	狂犬病*1	0.98	1.95	3.91	5.86	7.82
		犬四联*1	1.47	2.93	5.86	8.79	11.73
猫	1岁前	狂犬病*1	0.12	0.23	0.46	0.70	0.93
		猫三联*2	0.29	0.58	1.16	1.74	2.32
	1岁后	猫三联(加强针)	0.15	0.29	0.58	0.87	1.16
		狂犬病*1	1.05	2.09	4.18	6.27	8.36
		猫三联*1	1.31	2.61	5.23	7.84	10.45

资料来源: 东兴证券研究所

国外品牌起步早市占高,国产化替代大有可为。由于我国宠物医疗行业起步较晚,目前国内宠物药品和疫苗市场主要被国外大品牌占据。国内企业仅能够生产狂犬病、犬二联、犬四联等犬类疫苗。以宠物猫一般须打的猫三联疫苗为例,目前国内尚无厂商能够生产,市场完全被硕腾进口的“妙三多”垄断,2021 年因妙三多供应紧张问题甚至还带来全国部分地区出现“疫苗荒”问题。驱虫药方面,在犬猫驱虫药使用前十名里,国内仅有海正动保的产品能够上榜,其余都是国外品牌。而近年来随着国内宠物医疗市场逐步发展,国内龙头动保企业也逐步将目光从传统畜禽兽药疫苗扩展到宠物药品和疫苗,加紧产品研发和生产线建设,与进口产品展开竞争,未来有望逐步实现国产化替代,实现自身快速发展。

表 9: 目前国内犬、猫疫苗产品及相关厂商

产品品类	产品名称	生产厂家
狂犬病	狂犬病灭活疫苗 (r3G 株)	惠中生物、青岛易邦
	狂犬病灭活疫苗 (CVS-11 株)	吉林五星动保、吉林和元生物
	狂犬病灭活疫苗 (Flury LEP 株)	瑞普生物、吉林正业生物、齐鲁动保
	狂犬病灭活疫苗 (dG 株)	广州华南农大、国药集团动保
	狂犬病灭活疫苗 (PV/BHK-21 株)	杭州佑本、中牧江西生物药厂
	狂犬病灭活疫苗 (SAD 株)	常州同泰生物、科前生物
	狂犬病灭活疫苗 (Flury 株)	辽宁益康
犬瘟热	狂犬病灭活疫苗 (CTN-1 株)	唐山怡安生物
	犬瘟热活疫苗 (CDV-11 株)	齐鲁动保
犬二联	犬瘟热、细小病毒病二联活疫苗 (BJ/120 株+FJ/58 株)	吉林特研生物、北京科牧丰生物、兆丰华生物
犬四联	犬瘟热、犬副流感、犬腺病毒与犬细小病毒病四联活疫苗	中牧江西生物药厂、吉林五星动保、科前生物
猫三联	猫鼻气管炎、嵌杯病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗	硕腾 (苏州)

资料来源: 国家兽药基础数据库、东兴证券研究所注: 硕腾苏州疫苗厂于 2022 年 7 月拿到猫三联生产批文,预计 2023 年正式投产

成立惠中动保全面规划宠物板块发展。公司 2021 年成立了全资子公司惠中动保，完成了宠物板块研、产、销等业务体系的组建，统筹规划公司宠物板块的中长期发展。针对犬、猫、兔等宠物用疫苗和化学药品的研发策略，公司形成了瞄准进口替代、填补国内空白、防治新发疫病等产品研发矩阵，目前多项产品的研发已经取得积极进展。公司今年 2 月获得狂犬病灭活苗 (r3G 株) 的兽药产品批准文号，预计今年能够顺利上市，猫三联、犬四联、犬二联等重要疫苗也已陆续进入临床试验和新兽药注册阶段；化药方面，公司驱虫类药物复方非泼罗尼滴剂(倍恩)已经顺利取得产品批准文号，氟雷拉纳系列产品也已经取得临床试验备案批准，宠物产品矩阵逐步丰富。营销和渠道建设方面，公司组建了专业的宠物药品营销团队，积极探索宠物医院等专业渠道推广、线下渠道建设和线上宣传推广相结合的营销策略，为顺利实现公司宠物产品的未来上市销售积累经验和能力。我们认为，公司积极布局宠物药品和疫苗领域，多个大单品研发正在逐步推进中，未来上市后有望快速为公司贡献业绩，在宠物医疗国产替代过程中先占一城。

表 10：公司主要宠物药品&疫苗产品进展

产品类别	产品名称	目前进展
	狂犬病灭活苗 (r3G 株)	2022 年 2 月获得兽药产品批准文号
	犬二联	新兽药注册阶段
	犬四联	临床试验阶段
宠物疫苗	猫三联灭活疫苗、活疫苗	即将申报临床试验
	犬三联	即将申报临床试验
	兔出血症病毒杆状病毒载体灭活疫苗 (RHDV-VP60 株)	已获兽药产品批准文号
	兔三联	已获兽药产品批准文号
	复方非泼罗尼滴剂 (倍恩) (犬用体外驱虫药)	
	过硫酸氢钾复合盐泡腾片 (惠氯威) (宠物笼舍等空间清洁消毒)	
	氟苯尼考甲硝唑滴耳液 (尔舒康) (治疗犬、猫耳炎)	
	盐酸多西环素片 (安舒宁) (抗感染)	已上市
	头孢泊肟酯片 (宠泊宁) (抗感染)	
宠物药品	替米沙坦内服溶液 (咪舒坦) (治疗猫慢性肾病)	
	氟雷拉纳溶液、滴剂和咀嚼片 (犬体外驱虫药)	
	莱柯霉素注射液 (治疗犬细菌性呼吸道疾病)	
	利拉萘酯搽剂 (抗感染)	已取得临床试验备案批准
	复方非泼罗尼滴剂 (猫用)	
	米氮平透皮软膏 (改善食欲减少应激)	

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

5. 公司盈利预测及投资评级

我们对公司主营业务做出以下拆分：

1、猪用疫苗业务：

公司猪用疫苗业务可分为猪用活疫苗和猪用灭活苗两个板块，活疫苗主要包括猪瘟、蓝耳疫苗、伪狂 bartha 疫苗、胃腹二联活疫苗等常规疫苗，灭活苗主要包括猪圆环系列，伪狂基因缺失苗，圆-支二联苗，圆-副二联苗等公司自主研发的疫苗产品。受猪价低位影响，公司 22 年上半年猪用疫苗销售成绩低迷，但随着 4 月以来猪价持续上行，我们判断公司下半年猪用疫苗销售形势将会有所好转。而 23 年、24 年猪价仍有望保持相对景气位置，且随着公司伪狂新流行株、一针型圆-支二联、猪塞尼卡谷病毒疫苗等在研产品陆续通过新兽药注册，公司猪用疫苗业务有望持续增长。预计公司 22-24 年猪用疫苗收入同比分别变化-4.43%、29.46% 和 24.12%，毛利率分别为 80.00%、80.50%、80.50%。

2、禽用疫苗及抗体业务：

与猪用疫苗类似，公司禽用疫苗也可分为活疫苗与灭活苗两大板块，其中公司自主研发的禽用联苗如新-支-流三联、新-流-法三联、新-支-流-法四联以及普莱柯（南京）生产的高致病性禽流感疫苗均属于灭活苗，也是公司禽用疫苗业务的主要收入和利润来源。受上半年养殖景气度较差影响，公司禽用疫苗业务表现也欠佳。我们判断，随着下游养殖景气度逐步回升，以及公司在禽用疫苗领域的强大市占率优势，公司禽用疫苗及抗体业务有望持续保持稳步增长。而公司未来有望推出的禽腺病毒系列新品（三联、四联、五联）将进一步巩固公司在禽用疫苗领域的优势。预计公司 22-24 年禽用疫苗及抗体收入同比分别变化-5.71%、18.92%、14.57%，毛利率分别为 59.50%、60.00%、60.00%。

3、宠物疫苗业务：

公司 22 年成功获批生产狂犬病灭活疫苗 (r3G 株)，也是目前公司唯一的宠物（犬猫）疫苗。在研产品中，公司犬二联目前已经完成临床试验，即将进入新兽药注册阶段，我们判断最快 24 年有望上市。预计公司 22-24 年宠物疫苗板块实现收入 100、160、325 万元，毛利率分别为 85%、85%、85%。

4、化药业务：

公司化药业务保持基本稳健，近年来在非瘟疫情防控的带动下，消毒剂类产品销售持续增长，并且公司在促生长类抗生素产品方面布局较少，化药板块没有受到“禁抗”政策的冲击。预计公司化药业务未来仍将保持稳步增长态势，22-24 年预计化药收入同比分别变化-10.00%、15.00%、15.00%。从化药业务毛利率角度看，受上游原料药价格上涨以及下游产品竞争激烈影响，公司化药业务整体毛利率趋于下行。但今年以来化药原料药如氟苯尼考的价格呈现明显的走低趋势，以及公司将原料采购模式由完全分散型到混合集中型的转变，有望持续降低成本，改善化药盈利空间，预计 22-24 年毛利率分别为 52.50%、54.88%、55.95%。

费用率方面：

1、销售费用率：受公司持续开拓养殖大客户影响，公司销售费用率有所上升，21 年销售费用率为 27.31%，较去年同期上涨 4.59pcts，22 年上半年为 28.36%。我们判断，在 22 年行情低迷的背景下，公司下游销售和推广费用将有所抬升，而随着公司与养殖大客户全面合作关系的基本建立，以及公司持续优化大客户直销

模式下的预算管理和财务管理能力，未来公司销售费用率有望逐步回归。预计 22-24 年销售费用率分别为 29%、26%、23%。

2、管理费用率：公司近年来持续推行精细化管理，管理费用率稳步下行，21 年管理费用率为 8.36%，较去年同期下降 0.45pcts。22 年上半年公司部分产线受 GMP 改造停工影响管理费用有所增加。目前公司所有生产线均顺利通过新版兽药 GMP 验收，对管理费用的短期影响有望消除，而在公司持续强化精细化管理的背景下，未来公司管理费用率有望进一步下降。预计 22-24 年管理费用率分别为 8.5%、7.8%、7%。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 2.21 亿、3.17 亿和 4.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.69、0.82 和 1.09 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 50.44、42.10、31.73 倍。看好公司疫苗大单品优势持续巩固，新拓展品类逐步放量。首次覆盖给予“推荐”评级。

6. 风险提示

猪价波动风险，动物疫病风险，疫苗研发不及预期，宠物医疗行业发展不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	营业收入	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	营业成本	营业税金及附加	管理费用	财务费用	研发费用	
流动资产合计	879	733	656	767	1050	929	1099	1031	1260	1500	254	169	220	231	436		
货币资金						331	380	358	419	490	应收款项	205	292	251	320	373	
应收账款						10	11	2	3	3	其他应收款	3	4	4	5	6	
其他应收款						211	300	299	328	345	预付款项	4	6	6	7	9	
预付款项						82	92	88	98	105	存货	134	171	153	183	212	
存货						-4	-2	-1	2	0	其他流动资产	8	5	5	2	-2	
其他流动资产						115	86	93	113	135	非流动资产合计	1149	1435	1819	2022	1941	
长期股权投资						0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产	177	184	221	221	221	
固定资产						24.32	20.41	17.55	20.76	19.58	无形资产	396	445	590	906	1086	
无形资产						11.37	-0.02	5.36	5.57	3.64	其他非流动资产	223	276	264	252	240	
其他非流动资产						36.81	41.21	32.26	36.76	36.74	资产总计	45	65	84	84	84	
资产总计						247	285	247	360	482	流动负债合计	2029	2168	2475	2789	2992	
流动负债合计						13.93	2.55	9.29	8.59	6.81	短期借款	290	346	346	423	310	
短期借款						0.51	2.96	1.52	1.66	2.05	应付账款	0	0	33	110	0	
应付账款						260	284	255	367	486	预收款项	45	49	47	54	64	
预收款项						32	40	34	49	66	一年内到期的非流动负债	0	0	-11	-18	-31	
一年内到期的非流动负债						228	244	221	317	421	非流动负债合计	0	0	0	0	0	
非流动负债合计						228	244	221	317	421	长期借款	30	22	29	29	29	
长期借款						主要财务比率					应付债券	0	0	0	0	0	
应付债券						2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	负债合计	319	368	375	452	339	
负债合计						成长能力					少数股东权益	0	0	0	0	0	
少数股东权益						营业收入增长	40.01%	18.31%	-6.17%	22.25%	19.04%	实收资本(或股本)	321	321	321	321	321
实收资本(或股本)						营业利润增长	130.71	15.41%	-13.15%	45.51%	33.92%	资本公积	469	473	473	473	473
资本公积						归属于母公司净利润增长	108.47%	7.20%	-9.67%	43.79%	32.69%	未分配利润	917	980	1123	1329	1603
未分配利润						获利能力					归属母公司股东权益合计	1710	1800	2099	2337	2653	
归属母公司股东权益合计						毛利率(%)	64.32%	65.41%	65.28%	66.73%	67.36%	负债和所有者权益	2029	2168	2475	2789	2992
负债和所有者权益						净利率(%)	24.53%	22.22%	21.39%	25.16%	28.05%	现金流量表					
						单位:百万元					经营活动现金流	262	213	295	289	446	
						总资产净利润(%)	11.23%	11.26%	8.91%	11.37%	14.06%	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
						ROE(%)	13.32%	13.56%	10.50%	13.57%	15.86%	净利润	228	244	221	317	421
						偿债能力					经营活动现金流	228	244	221	317	421	
						资产负债率(%)	16%	17%	15%	16%	11%	折旧摊销	51.21	59.31	66.92	96.36	130.83
						流动比率	3.04	2.12	1.89	1.81	3.39	财务费用	-4	-2	-1	2	0
						速动比率	2.58	1.63	1.45	1.38	2.71	应收账款减少	-77	-87	41	-70	-53
						营运能力					预收帐款增加	-21	0	-11	-7	-12	
						总资产周转率	0.47	0.52	0.44	0.48	0.52	投资活动现金流	-108	-131	-357	-273	-27
						应收账款周转率	6	4	4	4	4	公允价值变动收益	24	20	18	21	20
						应付账款周转率	22.05	23.37	21.54	25.02	25.53	长期投资减少	0	0	-36	0	0
						每股指标(元)					投资收益	11	0	5	6	4	
						每股收益(最新摊薄)	0.72	0.78	0.69	0.82	1.09	筹资活动现金流	-197	-158	112	-5	-215
						每股净现金流(最新摊薄)	-0.13	-0.23	0.16	0.04	0.64	应付债券增加	0	0	0	0	0
						每股净资产(最新摊薄)	5.32	5.60	6.53	7.27	8.25	长期借款增加	0	0	0	0	0
						估值比率					普通股增加	0	0	0	0	0	
						P/E	48.06	44.36	50.44	42.10	31.73	资本公积增加	21	4	0	0	0
						P/B	6.51	6.18	5.30	4.76	4.19	现金净增加额	-43	-76	51	11	204
						EV/EBITDA	36.96	32.05	34.90	24.01	17.44						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价震荡上涨，国家种业阵型企业名单正式公布	2022-08-08
行业普通报告	农林牧渔行业报告：猪价震荡回落，持续推荐生猪养殖	2022-08-02
行业普通报告	农林牧渔行业报告：猪价高位震荡，继续推荐生猪养殖	2022-07-25
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价调整后再度上涨，持续推荐养殖产业链	2022-07-12
行业普通报告	农林牧渔行业报告：猪价加速上涨，持续推荐生猪养殖	2022-07-04
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价持续上涨，持续推荐生猪养殖板块	2022-06-27
行业普通报告	农林牧渔行业：能繁存栏虽有反复，仍持续建议布局生猪养殖	2022-06-20
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价滞涨调整，转基因品种审定标准出台	2022-06-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士, 2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究, 重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

研究助理简介

孟林

北京外国语大学硕士, 本科毕业于苏州大学金融学。2020 年 8 月加入东兴证券研究所, 从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526