

# 普莱柯 (603566.SH)

## 研发实力强劲，创新驱动未来

**深耕动保行业，创新驱动未来。**普莱柯是集兽用生物制品、化学原料药、高新制剂、中药现代化研制与开发为一体的高科技动保企业。2015 年上市至今，研发不断加速、产品体系日趋完善。2019 年受非洲猪瘟疫情影响，猪用疫苗板块遇冷，公司在禽用疫苗及化药的高速增长带动下，营收实现增长；2020H1 随着养殖量回升，公司业绩表现亮眼，归母净利润增速同比为 84.44%。公司毛利率水平处于行业较高水平，盈利能力强劲。

**创新实力打造护城河优势，养殖业回暖带来行业契机。**行业方面，百亿动保赛道以畜禽产品为主，疫病病毒多变下行业产品需要持续更新，彰显研发重要性。政策驱动下政策苗逐步退出，市场苗份额快速拓展，有助于研发实力强、产品质量优、营销渠道牛的龙头企业迅速增加市场份额。动保行业进入全产品创新时代，内驱力由营销转向创新研发，技术壁垒创造强者恒强的局势。主流公司在赛道内各有千秋，实现错位竞争。猪苗方面，短期内政策驱动叠加高位猪价助推，生猪养殖复产态势良好，为猪苗带来遇暖契机；长期来看，非洲猪瘟推动规模化进程，从疫苗渗透率上推动行业转暖；此外，非洲猪瘟疫苗即将进入扩大临床试验和生产性试验阶段，市场有望扩容。禽苗方面，在祖代种鸡存栏高位、父母代种鸡存栏持续增长、鸡苗销量增长的市场环境下，肉禽养殖量处于历史高位，带动禽苗营收增速。

**公司研发实力卓越，产品丰富、销售有力。**1) 研发力：公司自研为主合研为辅，研发组织体系完善，人才优势显著，研发支出充裕，新品落地数量领先行业。2) 产品力：公司产品体系全面，圆环、猪伪狂犬疫苗填补行业空白，市场潜力巨大；禽苗中联苗、基因工程苗为公司核心产品，种类丰富、技术含量高，引领行业创新方向，奠定公司在细分领域的龙头地位；此外公司积极布局宠物疫苗市场，业绩有望提速。3) 渠道力：公司销售渠道布局完善，设置经销商销售、养殖集团直销和政府招投标三类销售模式，将公司产品有针对性地投放至终端客户；在销售策略方面，公司围绕大单品营销，并适时制定适应的策略细节，为公司产品的快速推广和应用提供有力支持。

**投资建议。**考虑公司研发实力强劲、产品体系全面、渠道力强劲，在动保进入全产品创新时代的背景下，公司有望凭借新产品进一步提升市占率。预计公司 2020/2021/2022 年营收为 8.60/10.64/12.84 亿元，归母净利为 1.84/2.63/3.39 亿元，对应 EPS 为 0.57/0.82/1.05，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**动物疫情风险；产品研发不及预期；市场竞争风险。

| 财务指标          | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）     | 608   | 663   | 860   | 1,064 | 1,284 |
| 增长率 yoy (%)   | 14.8  | 9.1   | 29.6  | 23.8  | 20.7  |
| 归母净利润（百万元）    | 136   | 109   | 184   | 263   | 339   |
| 增长率 yoy (%)   | 18.8  | -19.4 | 68.1  | 43.1  | 28.9  |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.42  | 0.34  | 0.57  | 0.82  | 1.05  |
| 净资产收益率 (%)    | 8.3   | 6.6   | 10.3  | 13.4  | 15.2  |
| P/E（倍）        | 57.6  | 71.5  | 42.5  | 29.7  | 23.0  |
| P/B（倍）        | 4.8   | 4.7   | 4.4   | 4.0   | 3.5   |

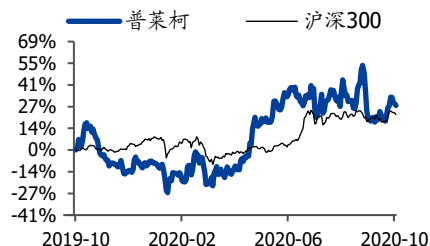
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（首次）

#### 股票信息

|                |          |
|----------------|----------|
| 行业             | 动物保健     |
| 前次评级           |          |
| 最新收盘价          | 26.36    |
| 总市值(百万元)       | 8,474.63 |
| 总股本(百万股)       | 321.50   |
| 其中自由流通股(%)     | 100.00   |
| 30 日日均成交量(百万股) | 1.30     |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

1、《普莱柯 (603566.SH)：研发实力强劲，创新驱动未来》2020-10-20



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表(百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1003  | 912   | 1061  | 1185  | 1516  |
| 现金             | 451   | 296   | 340   | 416   | 626   |
| 应收票据及应收账款      | 147   | 129   | 228   | 213   | 320   |
| 其他应收款          | 3     | 33    | 13    | 44    | 25    |
| 预付账款           | 3     | 4     | 6     | 7     | 8     |
| 存货             | 97    | 118   | 142   | 173   | 204   |
| 其他流动资产         | 302   | 332   | 332   | 332   | 332   |
| <b>非流动资产</b>   | 900   | 994   | 1072  | 1125  | 1180  |
| 长期投资           | 165   | 153   | 135   | 114   | 92    |
| 固定资产           | 352   | 364   | 445   | 521   | 600   |
| 无形资产           | 220   | 220   | 232   | 226   | 223   |
| 其他非流动资产        | 164   | 257   | 261   | 264   | 265   |
| <b>资产总计</b>    | 1903  | 1905  | 2134  | 2310  | 2696  |
| <b>流动负债</b>    | 238   | 214   | 323   | 308   | 430   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款      | 43    | 39    | 60    | 60    | 84    |
| 其他流动负债         | 195   | 175   | 263   | 248   | 346   |
| <b>非流动负债</b>   | 30    | 33    | 33    | 33    | 33    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 30    | 33    | 33    | 33    | 33    |
| <b>负债合计</b>    | 268   | 247   | 356   | 342   | 463   |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 324   | 321   | 321   | 321   | 321   |
| 资本公积           | 474   | 449   | 449   | 449   | 449   |
| 留存收益           | 865   | 888   | 970   | 1073  | 1203  |
| 归属母公司股东权益      | 1636  | 1658  | 1777  | 1968  | 2233  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1903  | 1905  | 2134  | 2310  | 2696  |

**现金流量表(百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 126   | 140   | 236   | 263   | 410   |
| 净利润            | 136   | 109   | 184   | 263   | 339   |
| 折旧摊销           | 42    | 50    | 45    | 55    | 67    |
| 财务费用           | -5    | -6    | 0     | 0     | -3    |
| 投资损失           | -19   | -5    | 7     | 9     | 10    |
| 营运资金变动         | -38   | -10   | 3     | -61   | 1     |
| 其他经营现金流        | 11    | 1     | -2    | -2    | -3    |
| <b>投资活动现金流</b> | 140   | -184  | -129  | -114  | -129  |
| 资本支出           | 54    | 85    | 97    | 73    | 77    |
| 长期投资           | 165   | -48   | 19    | 20    | 22    |
| 其他投资现金流        | 359   | -147  | -12   | -21   | -30   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -79   | -111  | -64   | -72   | -71   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -5    | -25   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -74   | -83   | -64   | -72   | -71   |
| <b>现金净增加额</b>  | 188   | -155  | 44    | 77    | 210   |

**利润表(百万元)**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 608   | 663   | 860   | 1064  | 1284  |
| 营业成本            | 200   | 258   | 313   | 378   | 453   |
| 营业税金及附加         | 9     | 9     | 12    | 16    | 18    |
| 营业费用            | 147   | 165   | 174   | 195   | 228   |
| 管理费用            | 63    | 69    | 77    | 87    | 99    |
| 研发费用            | 73    | 91    | 95    | 111   | 131   |
| 财务费用            | -5    | -6    | 0     | 0     | -3    |
| 资产减值损失          | 10    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 7     | 19    | 11    | 12    | 14    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 8     | 2     | 2     | 3     |
| 投资净收益           | 19    | 5     | -7    | -9    | -10   |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 137   | 107   | 195   | 284   | 366   |
| 营业外收入           | 17    | 11    | 14    | 13    | 14    |
| 营业外支出           | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 153   | 117   | 208   | 296   | 378   |
| 所得税             | 18    | 8     | 25    | 33    | 39    |
| <b>净利润</b>      | 136   | 109   | 184   | 263   | 339   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 136   | 109   | 184   | 263   | 339   |
| EBITDA          | 182   | 159   | 244   | 340   | 429   |
| EPS (元)         | 0.42  | 0.34  | 0.57  | 0.82  | 1.05  |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 14.8  | 9.1   | 29.6  | 23.8  | 20.7  |
| 营业利润(%)        | 26.7  | -21.8 | 82.8  | 45.5  | 28.6  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 18.8  | -19.4 | 68.1  | 43.1  | 28.9  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 67.1  | 61.2  | 63.6  | 64.5  | 64.8  |
| 净利率(%)         | 22.3  | 16.5  | 21.4  | 24.7  | 26.4  |
| ROE(%)         | 8.3   | 6.6   | 10.3  | 13.4  | 15.2  |
| ROIC(%)        | 7.4   | 6.0   | 9.7   | 12.7  | 14.4  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 14.1  | 13.0  | 16.7  | 14.8  | 17.2  |
| 净负债比率(%)       | -25.9 | -16.2 | -17.6 | -19.8 | -26.8 |
| 流动比率           | 4.2   | 4.3   | 3.3   | 3.8   | 3.5   |
| 速动比率           | 2.5   | 3.6   | 2.8   | 3.2   | 3.0   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.3   | 0.3   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转率        | 4.7   | 4.8   | 4.8   | 4.8   | 4.8   |
| 应付账款周转率        | 5.6   | 6.3   | 6.3   | 6.3   | 6.3   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.42  | 0.34  | 0.57  | 0.82  | 1.05  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.39  | 0.44  | 0.74  | 0.82  | 1.28  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 5.09  | 5.16  | 5.53  | 6.12  | 6.94  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 57.6  | 71.5  | 42.5  | 29.7  | 23.0  |
| P/B            | 4.8   | 4.7   | 4.4   | 4.0   | 3.5   |
| EV/EBITDA      | 40.7  | 45.5  | 29.5  | 20.9  | 16.1  |

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1 深耕动保行业，创新驱动未来                    | 5  |
| 1.1 动保行业龙头，研发实力领先                  | 5  |
| 1.2 控股股东具备行业背景                     | 6  |
| 1.3 业绩增速稳健，毛利率水平居行业一流水平            | 7  |
| 2 创新实力打造护城河优势，养殖业回暖带来行业契机          | 8  |
| 2.1 行业扩容有力，内驱力由营销转向研发              | 8  |
| 2.2 非洲猪瘟后周期，猪苗板块迎来业绩拐点             | 13 |
| 2.3 肉禽养殖高景气有望延续，带动禽苗营收增速           | 20 |
| 3 公司研发实力卓越，产品丰富、销售有力               | 21 |
| 3.1 组织体系完善叠加人才、资金优势，公司研发实力强劲       | 21 |
| 3.2 产品体系全面，在研产品储备充分                | 22 |
| 3.2.1 猪苗：圆环、猪伪狂犬疫苗填补行业空白，口蹄疫疫苗快速切入 | 24 |
| 3.2.2 禽苗：联苗、基因工程苗为公司核心产品           | 26 |
| 3.2.3 宠物：积极布局疫苗及化药                 | 27 |
| 3.3 销售渠道布局完善                       | 27 |
| 4 盈利预测及估值分析                        | 28 |
| 4.1 收入预测关键假设                       | 28 |
| 4.2 估值分析                           | 29 |
| 5 风险提示                             | 30 |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 1: 普莱柯成长史                               | 5  |
| 图表 2: 普莱柯产品体系                              | 6  |
| 图表 3: 普莱柯股权结构                              | 6  |
| 图表 4: 主要控股参股公司 2020 年上半年业绩情况               | 7  |
| 图表 5: 普莱柯近 5 年营收情况                         | 7  |
| 图表 6: 普莱柯近 5 年归母净利润情况                      | 7  |
| 图表 7: 普莱柯营收分板块情况 (亿元)                      | 8  |
| 图表 8: 普莱柯毛利分板块情况 (亿元)                      | 8  |
| 图表 9: 普莱柯毛利率分板块情况 (%)                      | 8  |
| 图表 10: 可比公司销售毛利率情况比较 (%)                   | 8  |
| 图表 11: 我国动物疫苗市场规模 (亿元) 及增速 (%)             | 9  |
| 图表 12: 2018 年兽用生物制品按使用动物分类的销售占比情况          | 9  |
| 图表 13: 我国新注册兽药产品数量情况 (个)                   | 9  |
| 图表 14: 国家强制免疫兽用生物制品与非国家强制免疫兽用生物制品市场份额占比情况  | 10 |
| 图表 15: 行业创新机制                              | 11 |
| 图表 16: 5G 为动保发展大背景                         | 11 |
| 图表 17: 2018 年动保行业市场份额占比情况 (依据生物制品板块营业收入计算) | 12 |
| 图表 18: 2018 年-2020 年 H1 各公司生物制品板块营收情况 (亿元) | 12 |
| 图表 19: 生猪存栏情况 (万头)                         | 13 |
| 图表 20: 能繁母猪存栏情况 (万头)                       | 13 |
| 图表 21: 我国生猪均价情况 (元/公斤)                     | 13 |

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图表 22: 分区域猪价情况 (元/公斤) .....                           | 14 |
| 图表 23: 全国猪粮比价情况 .....                                 | 14 |
| 图表 24: 2019 年不同养殖规模生猪存栏下降幅度 .....                     | 14 |
| 图表 25: 规模化比重变化情况 .....                                | 14 |
| 图表 26: 主要生猪养殖企业 2020 年 9 月运营情况 .....                  | 15 |
| 图表 27: 俄罗斯生猪养殖结构 .....                                | 16 |
| 图表 28: 俄罗斯前 20 家养殖企业生产占比 .....                        | 16 |
| 图表 29: 2010 年俄罗斯猪肉生产商前 10 强 .....                     | 16 |
| 图表 30: 2018 年俄罗斯猪肉生产商前 10 强 .....                     | 16 |
| 图表 31: 规模企业防疫成本 VS 散户防疫成本 .....                       | 17 |
| 图表 32: 商品猪的标准免疫程序及出厂价、终端价费用 .....                     | 17 |
| 图表 33: 我国部分猪用疫苗潜在市场规模测算 .....                         | 18 |
| 图表 34: 非洲猪瘟疫苗研发进度 .....                               | 19 |
| 图表 35: 我国非洲猪瘟疫苗潜在市场规模测算 .....                         | 19 |
| 图表 36: 祖代鸡年度引种更新量 (万套) .....                          | 20 |
| 图表 37: 我国白羽鸡月度引种数据 .....                              | 20 |
| 图表 38: 商品代白羽肉鸡的标准免疫程序及费用 .....                        | 21 |
| 图表 39: 公司技术研发中心组织架构 .....                             | 21 |
| 图表 40: 公司硕士及以上学历的人数 (人) 及变化情况 (%) .....               | 22 |
| 图表 41: 公司研发人员数量 (人) 及变化情况 (%) .....                   | 22 |
| 图表 42: 可比公司研发支出占营收比例 .....                            | 22 |
| 图表 43: 2019 年新兽药证书数量占比情况 .....                        | 22 |
| 图表 44: 普莱柯产品体系 .....                                  | 23 |
| 图表 45: 2019 年年报公司主要研发项目基本情况 (万元) .....                | 24 |
| 图表 46: 国产猪圆环疫苗种类及生产单位 .....                           | 25 |
| 图表 47: 中普生物股权情况 .....                                 | 26 |
| 图表 48: 2018 年农业部 3 款重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗及批准企业 ..... | 26 |
| 图表 49: 普莱柯销售模式 .....                                  | 27 |
| 图表 50: 普莱柯不同销售模式收入情况 (亿元) .....                       | 27 |
| 图表 51: 可比公司销售费用占比情况 .....                             | 27 |
| 图表 52: 公司“434”系列免疫方案 .....                            | 28 |
| 图表 53: 普莱柯分业务收入预测 .....                               | 29 |
| 图表 54: 可比公司估值 .....                                   | 30 |

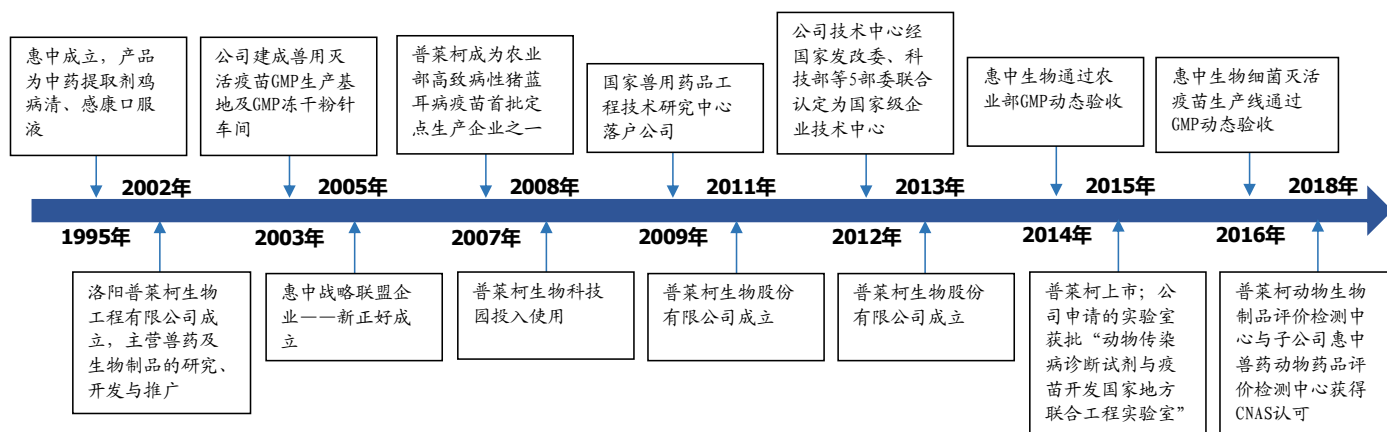
## 1 深耕动保行业，创新驱动未来

### 1.1 动保行业龙头，研发实力领先

普莱柯业务线涵盖兽用生物制品、化学原料药、高新制剂、中药现代化研制与开发，是一家综合性、现代化、高科技的动保龙头企业。公司主要产品新支流三联灭活疫苗、新支流减流四联灭活疫苗、鸡法氏囊病精制蛋黄抗体、鸭病毒性肝炎精制蛋黄抗体等的市场份额在细分市场位居第一，具有强大的研发能力及综合实力。

普莱柯的全资子公司惠中兽药于 1995 年成立，标志着普莱柯的成长起点。从初创至今公司一直深耕动保板块。在生产规范方面，2003 年公司建成兽用灭活疫苗 GMP 生产基地及 GMP 冻干粉车间，2014 年全资子公司惠中通过农业部 GMP 动态验收，2018 年公司与子公司惠中评价检测中心均获得 CNAS 认可，公司的生产能力、管理能力强劲，为之后的高速发展提供基础。在平台方面，公司拥有的三大国家级平台，国家兽用药品工程技术研究中心、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，分别于 2009 年、2012 年、2015 年获批，保障研发创新力、生产能力位居行业前列。2007 年公司成为农业部高致病性猪蓝耳病疫苗首批定点生产企业之一，证明行业领先地位；2015 年普莱柯在上交所上市，为未来发展带来更多可能性。

图表 1：普莱柯成长史



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2002 年前公司的产品主要聚焦于兽药，随着公司先后建立并完善反向遗传操作、细菌人工染色体、抗原蛋白表达、高密度发酵、蛋白纯化、多联多价疫苗等一系列技术平台，公司进驻兽用疫苗领域，产品矩阵逐渐丰富，目前公司产品涵盖猪用和禽用系列基因工程疫苗、全病毒疫苗、抗体、化药制剂、消毒剂、中兽药等。近年公司研发势头不减，2020 年 3 月公司参股的中普生物获得猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗兽药产品批准文号；2020 年 5 月获得鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗和鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感（H9 亚型）三联灭活疫苗的新兽药证书，公司产品序列日益丰富，市场竞争力持续提升。

图表 2: 普莱柯产品体系

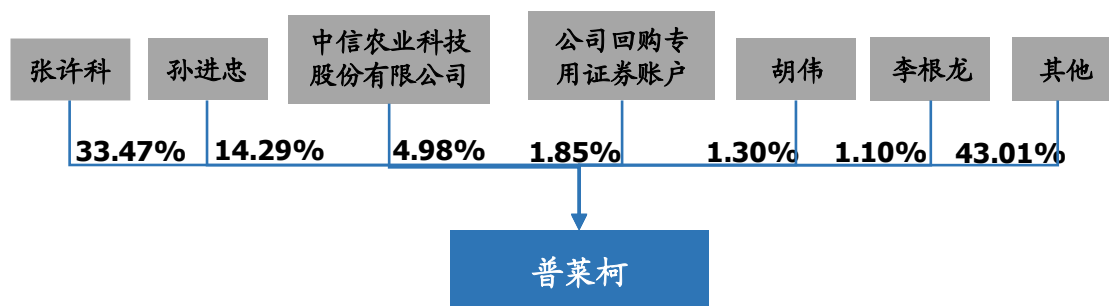
| 主要产品种类 | 主要产品   |                                                                                      | 主要用途      |
|--------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 兽用生物制品 | 猪用灭活疫苗 | 猪圆环基因工程亚单位疫苗、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、猪圆支二联灭活疫苗、猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗(流行株)、猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗等       | 猪病预防      |
|        | 猪用活疫苗  | 猪瘟活疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗、伪狂犬活疫苗等                                                            |           |
|        | 禽用活疫苗  | 鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗（B87 株）、鸡新城疫-传染性支气管炎二联活疫苗（La Sota 株+H120 株）、鸡新城疫耐热保护剂活疫苗（La Sota 株）等 | 禽病预防      |
|        | 禽用灭活疫苗 | 新支流基因工程三联灭活疫苗、新支流法基因工程四联灭活疫苗、新流法基因工程三联灭活疫苗、新流二联灭活疫苗、新支流三联灭活疫苗等                       |           |
|        | 禽用抗体   | 鸡传染性法氏囊病精制蛋黄抗体、鸭病毒性肝炎精制蛋黄抗体等                                                         | 禽病治疗      |
| 兽用化学药品 | 化药制剂   | 注射用头孢噻呋、头孢噻呋注射液、恩诺沙星注射液、硫酸头孢喹肟注射液、盐酸多西环素注射液等                                         | 畜禽疫病治疗或预防 |
|        | 中兽药    | 双黄连口服液、芩黄口服液、板青颗粒等                                                                   |           |
|        | 消毒剂    | 戊二醛苯扎溴铵溶液、过氧乙酸溶液等                                                                    |           |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 控股股东具备行业背景

公司控股股东、实际控制人为公司董事长张许科, 持股占比为 33.47%, 股权稳定。张许科于 1995 年创办惠中兽药, 获得新中国 60 年畜牧兽医科技贡献奖, 为国务院特殊津贴专家, 现任河南农业大学兼职教授及硕士生导师、河南科技大学特聘教授等职务, 具备相关行业背景。

图表 3: 普莱柯股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司旗下共有 5 家全资子公司, 此外公司与中牧股份、中信农业合资成立中普生物, 强强联合。其中惠中兽药和河南新正好负责兽药产品的研发、生产与销售; 惠中生物聚焦

动物疫苗、兽用药品的研发、生产与销售；中科科技园从事科技项目孵化管理，科技园区规划、开发与经营等。2020 年上半年受新冠疫情的冲击，且生猪养殖业产能尚未恢复，公司参控股公司业绩均受到负面影响。此外普莱柯（南京）已完成生产车间的升级改造及 GMP 验收准备，正在申请验收。考虑公司主体营收保持稳健，下游养殖业补栏复产情况向好发展，规模养殖场市占率不断提升，公司有望厚积薄发。

图表 4：主要控股参股公司 2020 年上半年业绩情况

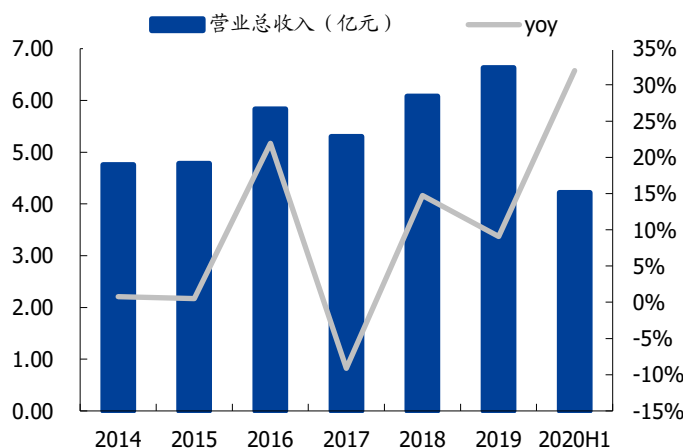
| 公司名称    | 持股比例    | 主营业务                     | 注册资本（万元） | 营收（万元）   | 净利润（万元）  |
|---------|---------|--------------------------|----------|----------|----------|
| 惠中兽药    | 100.00% | 兽用药品的研发、生产与销售等           | 5,000    | 7,531.35 | 1,482.36 |
| 新正好     | 100.00% | 兽用药品的研发、生产与销售等           | 1,200    | 1,937.23 | 414.27   |
| 惠中生物    | 100.00% | 动物疫苗、兽用药品的研发、生产与销售等      | 21,000   | 9,322.18 | 3,361.71 |
| 中科科技园   | 100.00% | 科技项目孵化管理；科技园区规划、开发与经营等   | 14,000   | 106.54   | -78.41   |
| 普莱柯（南京） | 100.00% | 禽畜灭活疫苗及其相关产品的生产、销售       | 5,628.93 | 523.51   | -210.49  |
| 中普生物    | 46.50%  | 兽药、动物保健品及其相关产品的加工、生产、销售等 | 35,000   | 2,267.16 | -500.35  |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 1.3 业绩增速稳健，毛利率水平居行业一流水平

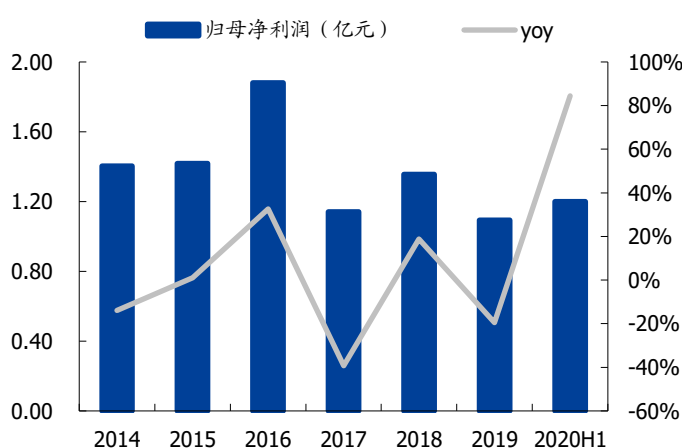
公司在 2016 年前收入增长态势良好，业绩兑现稳健；2017 年由于受到上游生猪养殖业去产能及 H7N9 型禽流感等因素的影响，业绩出现波动。2018 年公司猪圆环病毒 2 型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗（SH 株+HN0613 株）获得新兽药注册证书，创新驱动公司业绩增长，叠加上游形势转暖，2018 年业绩实现回归。2019 年受非洲猪瘟影响，猪用疫苗产业遭受重创，公司猪苗业绩遇寒；同期作为猪肉替代品的禽养殖链高度景气，公司凭借技术优势及渠道力优势，禽用疫苗业务高速增长，缓解了非洲猪瘟疫情对公司业绩的冲击。2019 年全年公司营业总收入为 6.63 亿元，同比增长 9.07%；同期归母净利润为 1.09 亿元，同比减少 19.44%。2020 年 H1 随着养殖景气度回升，公司业绩表现亮眼，营收、归母净利润同比增速分别为 31.97%、84.44%。考虑公司研发提速，产品矩阵不断完善，叠加生猪养殖行业复产形势持续转好、规模化养殖场市占率提升，及禽养殖业的高度景气，我们认为公司具有强大生命力。

图表 5：普莱柯近 5 年营收情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

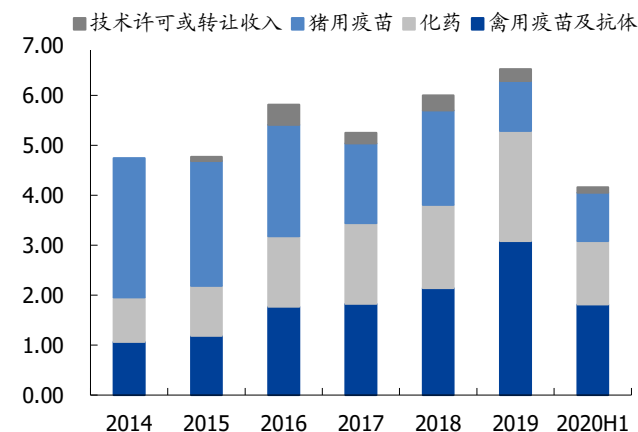
图表 6：普莱柯近 5 年归母净利润情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

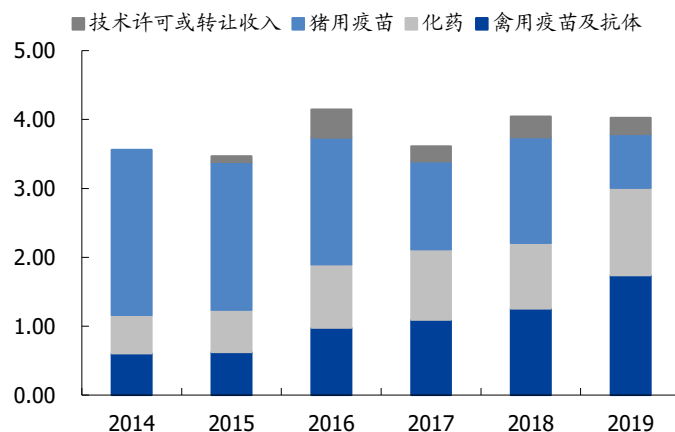
分板块来看，公司猪用疫苗、禽用疫苗及抗体、化学药品 2020 年上半年分别实现销售收入 0.97、1.81、1.27 亿元，同比分别增长 79.45%、26.02%、21.14%，整体走势良好。其中在非洲猪瘟中肉禽养殖量快速提升，带动禽苗收入增长，为公司营收带来强力支撑，营收占比逐渐超越猪用疫苗。猪用疫苗长期以来为公司毛利的主要来源，2019 年禽用疫苗板块业绩增速显著，开始替代猪用疫苗版快成为公司主要的利润来源；2019 年禽苗板块毛利为 1.74 亿元，占比 43.20%。从毛利率来看，禽用疫苗的毛利率保持平稳，2019 年为 56.34%；猪用疫苗板块的毛利率最高，2019 年为 78.01%。对比同业公司，在非洲猪瘟影响下，普莱柯毛利率水平保持较高水平。

图表 7: 普莱柯营收分板块情况 (亿元)



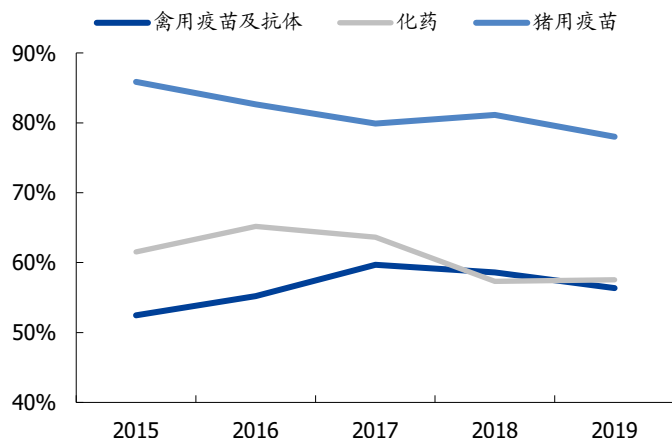
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 普莱柯毛利分板块情况 (亿元)



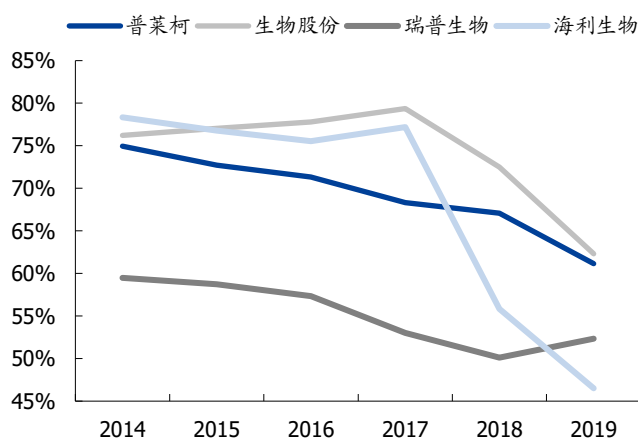
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 普莱柯毛利率分板块情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 可比公司销售毛利率情况比较 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

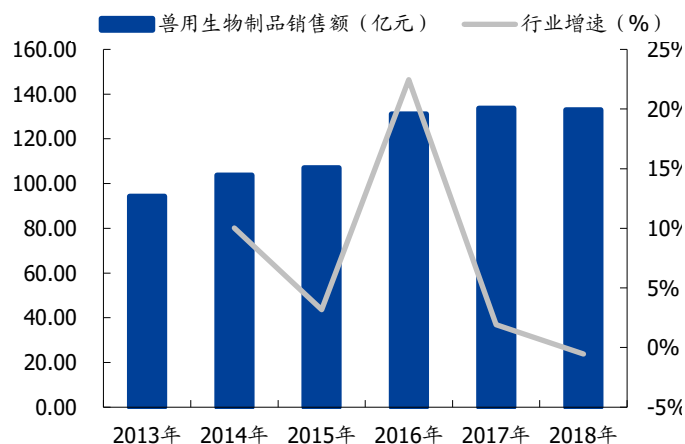
## 2 创新实力打造护城河优势，养殖业回暖带来行业契机

### 2.1 行业扩容有力，内驱力由营销转向研发

百亿动保赛道，畜禽产品为主。中国兽药协会数据显示，2018 年我国兽药行业市场空间为 459 亿元，其中兽用生物制品板块市场规模为 133 亿元，占比 28.97%。兽用生物制品板块 2013-2018 年 CAGR 为 7.10%，快于兽药行业同期 CAGR。按使用动物分类，兽用生物制品以猪用、禽用为主，2018 年猪用生物制品销售额为 59.21 亿元，占比为 44.55%；同期禽用生物制品为 45.22 亿元，占比为 34.02%。2019 年受到非洲猪瘟的影

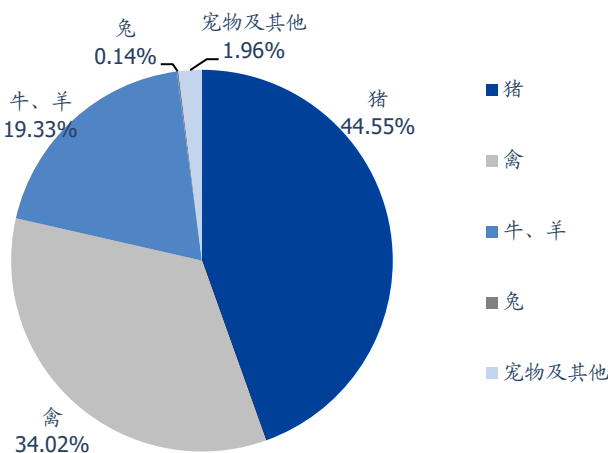
响，下游生猪养殖业受到重创，猪用疫苗销售额下滑；同期替代效应下禽养殖景气度高涨，带动禽用疫苗销售额快速增长。2020 年随着生猪产能逐步恢复，猪用疫苗销量有所回归，且禽养殖产能高位下支撑禽用疫苗销售额保持坚挺。据智牧研究院数据显示 2020 年上半年，中国动物疫苗企业总共销售动物疫苗约 1180 亿单位（羽份/毫升/头份），较 2019 年同期增长 22%；其中猪用产品行业分化较为严重，部分头部企业呈现恢复性增长；禽用产品延续全线增长态势，鸡用疫苗销量同比增长 21%，水禽产品销量同比增长 60%，抗体产品销量同比增长 114%。

图表 11: 我国动物疫苗市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：中国兽药协会，国盛证券研究所

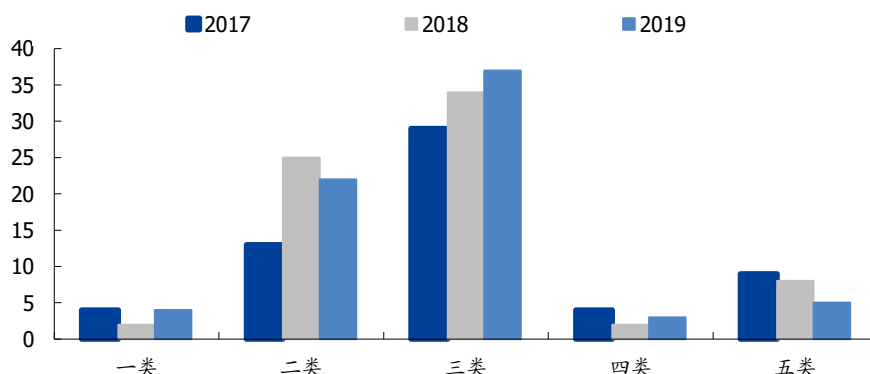
图表 12: 2018 年兽用生物制品按使用动物分类的销售额占比情况



资料来源：中国兽药协会，国盛证券研究所

疫病病毒多变，推动产品更新换代。由于疫病病毒具备不同的血清型，并且随着时间的推移存在变异的可能，业内产品需要不断更迭换代，行业具有潜在成长空间，同时研发、制备兽用疫苗的综合能力成为各家动保上市公司比拼的重要竞争力。例如，口蹄疫疫情可分为 O、A、C、亚洲 I、南非 I、II、III 等七个血清型，血清型间无交叉免疫现象，近十年口蹄疫疫情以 O 型、A 型为主，亚洲 I 型由于发病率降低，因此亚洲 I 型疫苗已于 2018 年 7 月起全国停止生产、销售，O 型、A 型疫苗及二者的联苗替代原有疫苗成为热点产品，推动行业扩容，也为抢先进入细分市场的动保企业带来成长契机。由此疫病病毒多变创造需求新点，促使新疫苗研发进程持续推进，彰显业内公司研发力的重要性。2019 年度我国新注册 71 个新兽药产品，与 2018 年持平，前三类兽药产品占比有所提高。

图表 13: 我国新注册兽药产品数量情况（个）

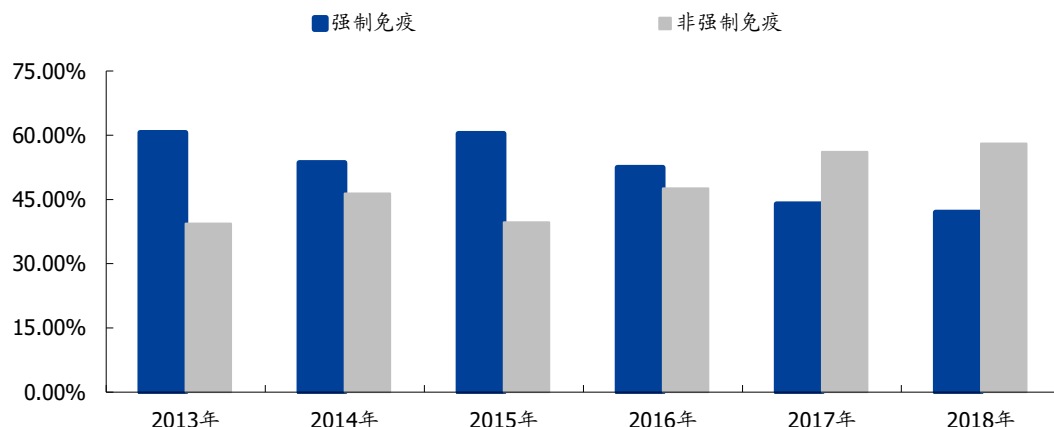


资料来源：中国兽药协会，国盛证券研究所

政策驱动下政采苗逐步退出，市场苗份额快速增加。2016 年农业部发布《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》，宣布高致病性猪蓝耳、猪瘟正式退出国家强制免疫范畴，要求对符合条件养殖户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现养殖场户自主采购、财政

直补。政策驱动下政采苗逐步退出，为市场苗提供更广阔的市场空间。2017年非强免兽用生物制品销售额为74.95亿元，占兽用生物制品销售总额的56.1%，首次超过强免兽用生物制品市场份额；2018年非强免兽用生物制品销售额达77.12亿元，占比提升至58.03%。2019年12月农业部发布《兽用生物制品经营管理办法》（修订草案征求意见稿），提出兽用生物制品生产企业可将本企业生产的非国家强制免疫用生物制品直接销售给使用者，也可授权其经销商销售；文件不再区分强免与非强免，有助于进一步推动“先打后补”的政策落地，为市场苗市场份额的进一步拓展提供动力。市场苗市场快速拓展，有助于促进业内良性竞争，龙头企业可凭借研发实力、产品质量、营销渠道的优势迅速增加市场份额，优质产品有望迎来量价齐升的爆发式增长期。

图表 14：国家强制免疫兽用生物制品与非国家强制免疫兽用生物制品市场份额占比情况



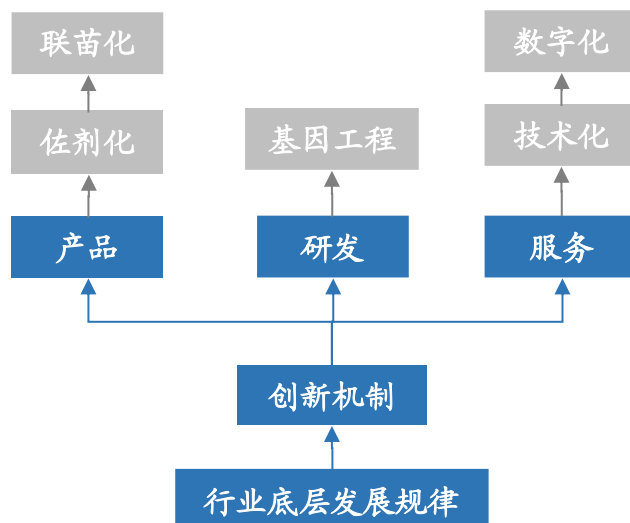
资料来源：科前生物招股说明书，国盛证券研究所

制备疫苗的三要素为毒株、技术、工艺，掌握高点成长可期。选取毒株是制备疫苗的基础，疫苗的技术路径为产品成败的关键，疫苗制备工艺是产品质量的保障，也是疫苗市场化的必要条件。在三要素中占据业内高点的公司，将掌握提高市占率的机会。在众多动保上市公司中生物股份口蹄疫疫苗的制备工艺得到业内认可，口蹄疫单品市占率业内领先；普莱柯奉行“创新驱动发展”的战略，产品覆盖基因工程疫苗、亚单位疫苗等多种制备路径，在疫苗制备的技术路径及选取毒株上具有业内领先地位，看好未来发展空间。

动保进入全产品创新时代，内驱力由营销转向创新研发。过去五年基于市场需求的推动，口蹄疫、禽流感等大单品疫苗快速放量，企业围绕各自的大单品建设较为完善的营销体系，促使大单品营销成为企业内驱力。与此同时，动保企业与客户建立的服务体系，间接带动公司其他产品的销售，大单品积累的丰厚利润也为企业研发创新提供资金支持。非洲猪瘟常态化背景下，大型养殖企业加速扩张，养殖端话语权逐渐增强，且养殖企业对于生物安全防控的标准有所提升，疫苗需求逐步多元化、体系化，推动动保行业进入全产品创新时代，研发创新能力有望成为动保企业成长的核心驱动力，动保企业由产品销售商向综合服务商转型。

产品、研发、服务大有可为，技术壁垒下强者恒强。行业创新方向可细分为产品、研发、服务三个方面。其中产品上的创新点从灭活疫苗的佐剂化逐渐转变为疫苗联苗化，联苗化即一种产品多联多价化，普莱柯在多联多价化上具备技术平台优势，为新产品开发奠定了基础。在研发方面的行业创新点为基因工程，在此处普莱柯也有产品覆盖。在服务上的创新方向为数字化，为动保业的销售服务端提出更为专业的要求，未来随着养殖业对兽药渗透率的提升，叠加兽药禁用政策，将为动保服务端带来更为广阔的市场。考虑研发产出需要人才、平台、资金的长期投入，技术壁垒将长期存在，保障业内龙头公司拥有长期护城河优势。

图表 15: 行业创新机制



资料来源: 农牧案例酷公众号, 国盛证券研究所

5G 为动保发展大背景, 动保行业门槛提高。2002 年开始正式实行 GMP 即兽药生产质量管理规范, 2010 年国内开始兽药 GSP 的管理规范, 在生产端和经营端规范动保行业的运营, 行业进入 2G 时代。2015 年后我国在研发端开始加强管理, 增加 GCP、GLP 临床阶段的管理规范, 行业开始进入 4G 时代。未来会继续朝着 5G (GMP、GSP、GCP、GLP、GUP) 方向发展。动保行业的管理规范不断健全, 提高公司进入的行业门槛。未来研发体系完善、综合实力强劲的大型企业将会迎来更大的发展空间。此外, 受非洲猪瘟疫情的冲击, 加速中小兽药企业清退, 利好大型兽药企业继续扩大市场份额。

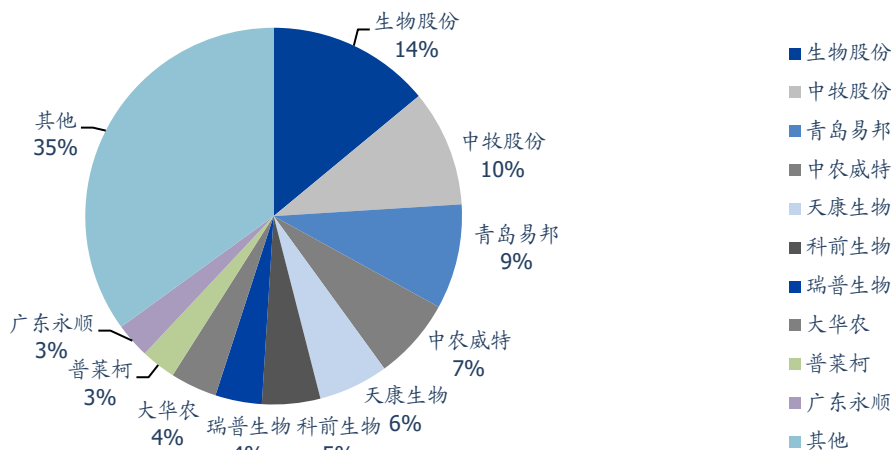
图表 16: 5G 为动保发展大背景



资料来源: 智牧研究院, 国盛证券研究所

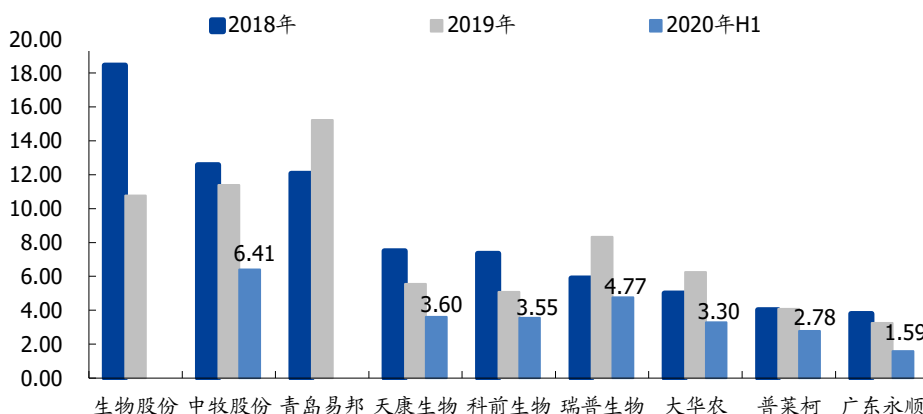
总体来看, 2018 年动保行业前 10 的公司市场份额占比为 65%, 其中中牧股份凭借央企背景在招采苗领域长期保持龙头地位; 生物股份依靠大单品口蹄疫疫苗实现业绩高速增长, 在 2016 年取代中牧股份位列第一。2019 年动保行业受养殖行业周期及非洲猪瘟影响, 猪用疫苗业务业绩承压, 禽用疫苗企业业绩迎来增长红利。2020 年上半年随着生猪养殖业存栏的回升, 猪苗业绩实现反弹, 禽苗景气度有所延续。

图表 17: 2018 年动保行业市场份额占比情况 (依据生物制品板块营业收入计算)



资料来源: 中国兽药协会, 公开资料, 国盛证券研究所

图表 18: 2018 年-2020 年 H1 各公司生物制品板块营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

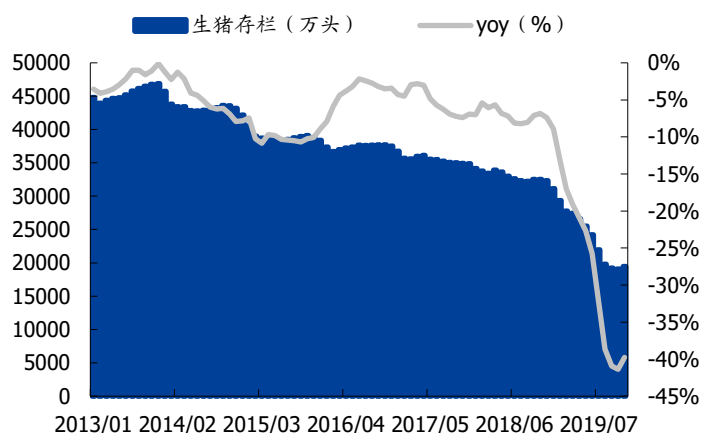
注: 数字标签内容为各公司 2020 年 H1 营业收入额, 单位为亿元。

主流公司各有千秋, 实现错位竞争。生物股份在悬浮培养、浓缩纯化等生产工艺领域具备优势, 为口蹄疫疫苗的标杆企业, 未来欲以口蹄疫、禽流感疫苗为核心, 圆环、伪狂、蓝耳等其他主力疫苗发力持续拓展产品序列; 同时公司构建生物安全评估体系, 创新营销服务模式, 建设智能制造基地, 借此加速向综合服务商转型。中牧股份实控人为中国农业发展集团, 禽流感政采苗及口蹄疫政采苗龙头, 旗下控股子公司乾元浩为国内最大的禽用疫苗生产企业。青岛易邦为禽用市场苗龙头企业, 其基因工程技术领先。天康生物由新疆生产建设兵团国资委控股, 公司口蹄疫灭活苗为国内首家实现有效期 18 个月的口蹄疫灭活苗产品, 公司猪瘟 E2 亚单位疫苗为国内首个猪瘟 DIVA 疫苗, 此外公司参股吉林冠界, 该公司禽流感疫苗份额位居行业前列。科前生物为伪狂犬领域龙头, 是国内少有的能同时提供猪伪狂犬病活疫苗和灭活疫苗的企业。瑞普生物业务以禽苗为主, 产品线完善、在研项目技术含量高, 设立动物疾病检测诊断中心为客户提供系统化养殖解决方案。大华农以禽苗业务为主同时兼顾猪苗业务, 产品进驻温氏股份、正大集团、中粮集团、圣农集团、六和集团等国内养殖巨头, 此外产品还出口中东及东南亚地区。普莱柯凭借强劲研发实力, 拥有业内领先的畜禽市场化基因工程苗和联苗, 构建反向遗传技术、原核细胞表达技术、真核细胞表达技术、多联多价疫苗技术等研发技术平台, 具备开发亚单位疫苗、核酸疫苗、活载体疫苗、基因缺失疫苗等基因工程疫苗的实力。广东永顺为猪瘟疫苗领域龙头, 与中共兽医药品监察所联合研发推出额猪瘟活疫苗为国内首创。综上, 动保赛道主流公司均在不同细分领域占据较高优势, 展现错位竞争局面。

## 2.2 非洲猪瘟后周期，猪苗板块迎来业绩拐点

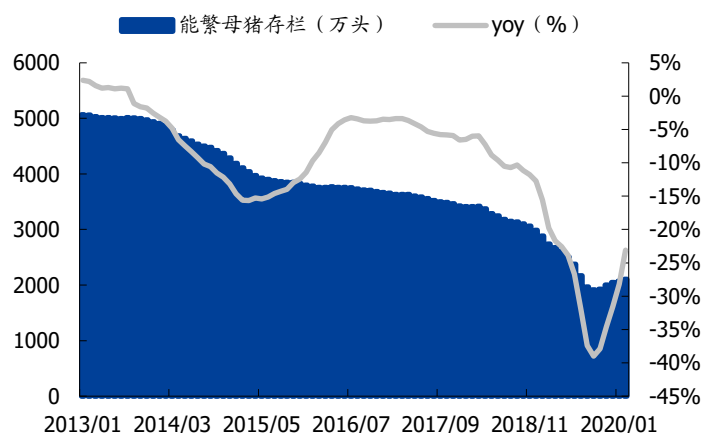
生猪养殖复产态势良好，猪苗迎来拐点机遇。为恢复生猪产能，我国在融资贷款利率、土地供给、补贴政策等方面均给予政策支持，刺激养殖企业及散户参与复产。且跨界资本进入生猪养殖业，如中粮地产、华润置地、万科等先后进驻其中，推动复产进程。从总量来看，据博亚和讯数据，2020 年三季度末全国能繁母猪存栏量同比增加 25.78%；全国生猪存栏同比增加 6.4%。从今年 3 月份以来母猪配种情况来看，下半年仔猪供应持续增长，生猪出栏降幅将有所收敛。预计 2020 年下半年恢复母猪产能、优化母猪结构为行业重任，种猪需求不减，保障后续生猪复产持续推进。生猪产能恢复情况普遍良好，为猪用疫苗板块带来回暖机会。

图表 19: 生猪存栏情况 (万头)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

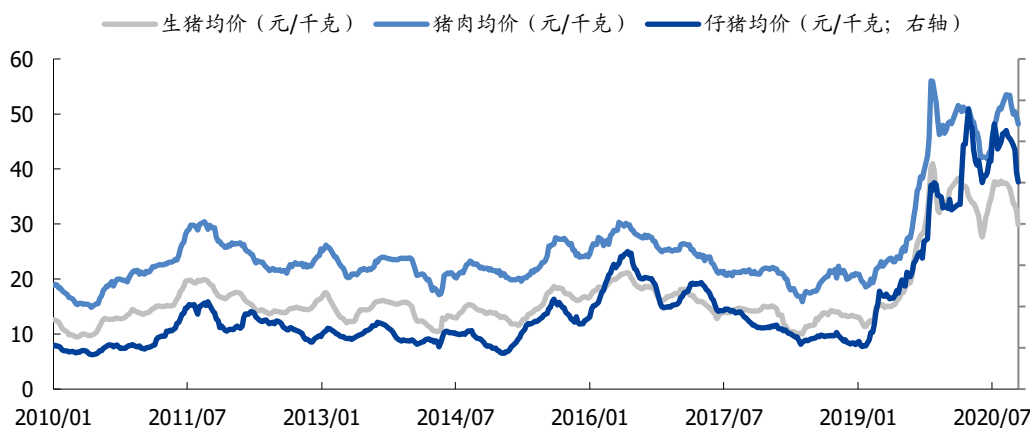
图表 20: 能繁母猪存栏情况 (万头)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

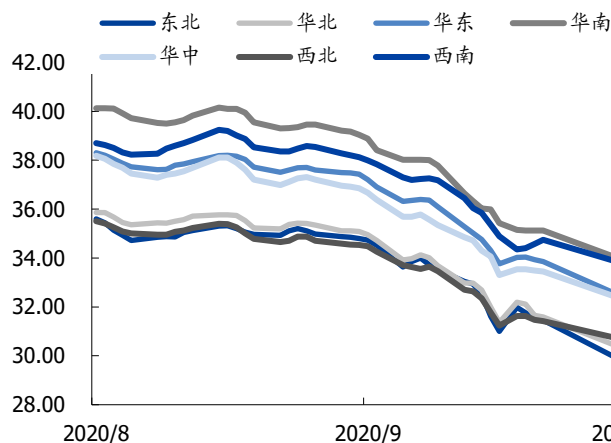
猪价维持高位，推高复产情绪。从猪肉价格来看，市场价格保持在历史高位震荡走势，10 月 16 日全国生猪价格为 29.83 元/公斤。高位猪价对养殖业业绩兑现创造了良好基础；2020 年 10 月 16 日的猪粮比价为 12.69，远高于盈亏平衡点，生猪养殖业利润水平良好，在推高补栏情绪外，利好养殖行业对猪用疫苗的使用量上升。此外农业部此前公告称，自 2020 年元旦起我国饲料中全面禁止添加抗生素，减少滥用抗生素造成的危害。抗生素从饲料中强制剔除可能会在短期引发生猪群体抵抗力的下降，叠加当前非洲猪瘟疫情时有发生，也将促使养殖业提高猪用疫苗的使用率。

图表 21: 我国生猪均价情况 (元/公斤)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 分区域猪价情况 (元/公斤)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

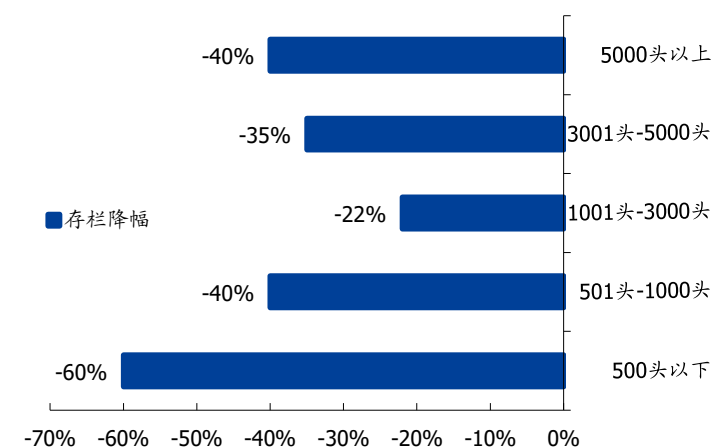
图表 23: 全国猪粮比价情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

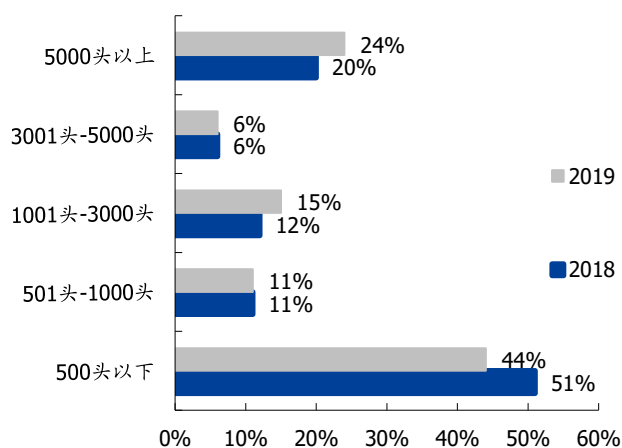
非洲猪瘟推动规模化进程,从渗透率上推动疫苗行业转暖。非洲猪瘟导致的行业去产能,从去化率角度来看,大小猪场均受到巨大影响;相比于散户,规模化养殖场及上市公司具有防疫、成本、资金、土地、人才储备等多元优势,在此轮产能去化中保持较低去化率的同时蓄积复产动力,为业绩兑现提供保障,由此非洲猪瘟推动生猪养殖行业向规模化养殖转型提速。据博亚和讯数据显示,2019年年出栏500头以下的散户去化程度最大,全年降幅达到60%。从复产角度看,据农业部数据显示,2019年12月份全国年出栏5000头以上规模猪场生猪和能繁母猪存栏环比分别增长2.7%和3.4%,规模场能繁母猪存栏环比增幅高于全国平均水平(环比增长2.2%);2019年年出栏500头以上的规模化养殖场占比已由20%提升至24%,散户占比由51%降至44%,未来规模化养殖场正迎来巨大扩张机遇。此外,禁抗政策对养殖管理提出了更高的要求,将进一步加速行业规模化进程。考虑规模化养殖场的兽用疫苗渗透率普遍高于散户,养殖业规模化进程将为猪用疫苗业带来第二个上升通道。

图表 24: 2019 年不同养殖规模生猪存栏下降幅度



资料来源: 博亚和讯, 国盛证券研究所

图表 25: 规模化比重变化情况



资料来源: 博亚和讯, 国盛证券研究所

上市公司复产态势良好,看好板块成长性。在此轮猪周期中,我国主要上市生猪养殖企业的出栏量变动幅度好于行业去化情况。2020年9月上市猪企出栏量由高至低依次为,牧原股份1188.10万头、温氏股份706.53万头、正邦科技592.48万头、新希望433.76万头、天邦股份202.53万头、大北农110.48万头、傲农生物76.85万头、天康生物76.84万头、唐人神58.22万头、金新农33.37万头。其中温氏股份、牧原股份的出栏量遥遥领先;新希望、牧原股份、傲农生物的增速表现亮眼。按照国家统计局数据2019年生猪出栏54419万头计算,10家上市企业叠加中粮肉食市占率仅为8.62%,相比于

2018 年的 7% 有所提升；但是对比美国三强市占率为 61%，我国生猪养殖行业集中度极低，上市公司市场拓展潜力大。考虑上市公司的防疫标准普遍较高，猪用疫苗使用量兼具较高成长性。

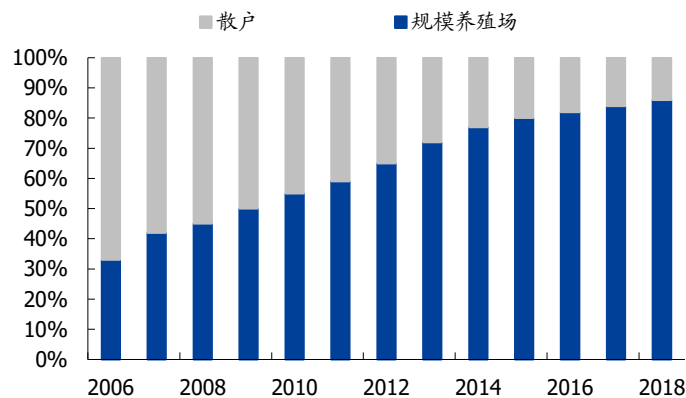
图表 26：主要生猪养殖企业 2020 年 9 月运营情况

| 企业   | 2020 年 9 月累计销量 |         | 2020 年 9 月累计销售额 |         | 管理模式                                  | 生产布局                                            |
|------|----------------|---------|-----------------|---------|---------------------------------------|-------------------------------------------------|
|      | 销量（万头）         | 同比      | 营收（亿元）          | 同比      |                                       |                                                 |
| 牧原股份 | 1188.10        | 49.80%  | 383.90          | 240.46% | 公司自繁自养                                | 河南为主，安徽、山西及东北地区协同发展                             |
| 温氏股份 | 706.53         | -54.51% | 302.29          | 12.61%  | 紧密型“公司+农户（或家庭农场）”                     | 以南方为主                                           |
| 正邦科技 | 592.48         | 31.77%  | 227.07          | 210.50% | 育肥（主推“公司+农户”）和繁殖（主推自建繁殖场和全程自繁自养）业务线并行 | 以南方为主，分布于江西、湖南、湖北、广东、广西、云贵川、山东、东北、河北、内蒙古、江苏、安徽等 |
| 新希望  | 433.76         | 83.11%  | 149.50          | 253.18% | 10% 自养，90% “公司+农户”                    | 主要分布于山东、四川、陕西等                                  |
| 天邦股份 | 202.53         | -0.09%  | 65.85           | 97.90%  | “公司+家庭农场”两点式规模化养殖                     | 围绕京津冀、长三角、珠三角经济发达区域布局                           |
| 大北农  | 110.48         | -17.71% | 44.66           | 108.98% | 创业型员工+公司平台+农户/家庭农场                    | 布局东北、华北、江西、广西、安徽、陕西、福建、河南等                      |
| 傲农生物 | 76.85          | 39.74%  | -               | -       | 以自繁自养为主，同时结合“公司+农场”                   | 以南方为主，布局与福建、江西、四川、湖北、广西、浙江、陕西、山东等地              |
| 天康生物 | 76.84          | 20.48%  | 23.33           | 173.19% | 自繁自养、公司+农户                            | 新疆、河南、甘肃三地                                      |
| 唐人神  | 58.22          | -19.20% | 17.18           | 105.30% | 北方“自繁自养”，南方“公司+农户”                    | 河北、河南、湖南（在建）、云南（筹建）                             |
| 金新农  | 33.37          | 1.58%   | 10.32           | 105.01% | 采取“自繁自养”模式，为全阶段生猪饲养                   | 华东、华南、华中、东北                                     |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

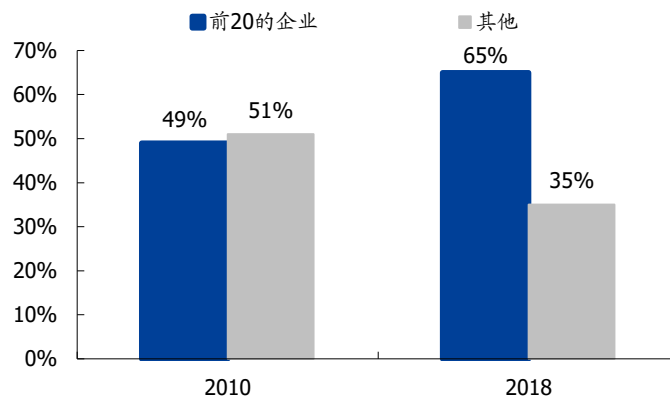
借鉴俄罗斯的非洲猪瘟历史，疫情或为持久战，持续推动养殖业规模化进程。2007 年非洲猪瘟传入俄罗斯，历经 13 年后疫情依然有新发、复发的情况出现，非洲猪瘟疫情具有长期性。非洲猪瘟发生前，俄罗斯生猪养殖的主力为散养户。俄罗斯发生非洲猪瘟期间，由于养殖设备的落后、防疫的不足以及政府的不支持，散户加速退出市场，规模化占比不断提升；农民农场和家庭散养类所占比从 2007 年的 58% 逐年下降至 2018 年的 14%，而农业企业与农业组织类占比从 42% 逐年上升至 2018 年的 86%。规模养殖企业收获巨大的成长机遇，排名前 10 的企业市占率由 37.70%，提升至 49.40%。我国生猪养殖行业的散户占比较大，2019 年年出栏 5000 头以上的企业产出比重仅为 24%，目前补栏情况规模化养殖场明显优于全国平均水平，未来上市公司具有良好成长机遇，为动保板块带来契机。

图表 27: 俄罗斯生猪养殖结构



资料来源: 俄联邦动植物检疫监督局, 国盛证券研究所

图表 28: 俄罗斯前 20 家养殖企业生产占比



资料来源: 俄联邦动植物检疫监督局, 国盛证券研究所

图表 29: 2010 年俄罗斯猪肉生产商前 10 强

|               | 生产商名称                       | 屠宰生猪活体总重量 (万吨) | 占比            |
|---------------|-----------------------------|----------------|---------------|
| 1             | MIRA TORG                   | 13.31          | 7.80%         |
| 2             | GK Agro-Belogorie           | 10.01          | 5.90%         |
| 3             | Cherkizovo Group            | 8.88           | 5.20%         |
| 4             | ooo"продо менеджмент"       | 7.60           | 4.50%         |
| 5             | гк оао "белгородский бекон" | 5.85           | 3.40%         |
| 6             | Agrarian Group              | 4.80           | 2.80%         |
| 7             | KoPITANIYA                  | 4.30           | 2.50%         |
| 8             | Eksima                      | 3.53           | 2.10%         |
| 9             | ooo комос групп             | 3.50           | 2.00%         |
| 10            | зао "тропарево"             | 2.63           | 1.50%         |
| <b>10 强合计</b> |                             | <b>64.41</b>   | <b>37.70%</b> |

资料来源: 俄罗斯兽医检疫监督局, 国盛证券研究所

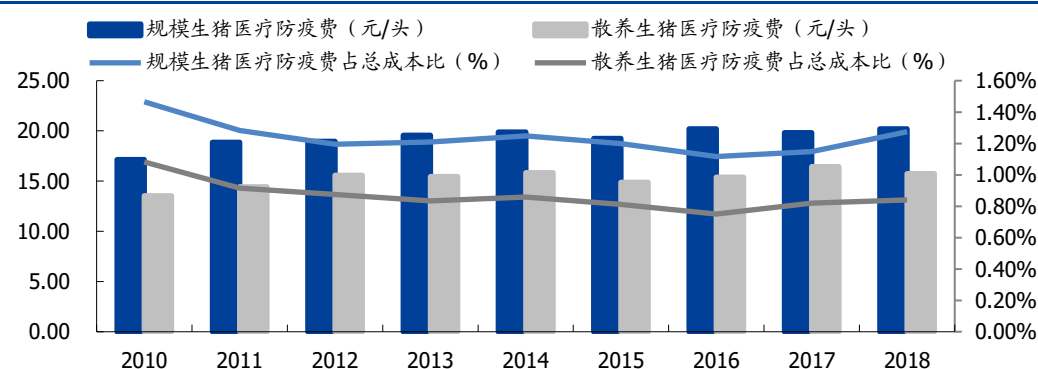
图表 30: 2018 年俄罗斯猪肉生产商前 10 强

|               | 生产商名称                           | 屠宰生猪活体总重量 (万吨) | 占比            |
|---------------|---------------------------------|----------------|---------------|
| 1             | MIRA TORG                       | 42.20          | 10.20%        |
| 2             | Cherkizovo Group                | 25.00          | 6.10%         |
| 3             | GK Agro-Belogorie               | 21.90          | 5.30%         |
| 4             | RusAgro                         | 21.80          | 5.30%         |
| 5             | VelikyeLuki Pig Holding         | 21.60          | 5.20%         |
| 6             | Agropromkomplektacija           | 19.30          | 4.70%         |
| 7             | GK Agro-Belogorie               | 15.90          | 3.90%         |
| 8             | Agrarian Group                  | 15.00          | 3.60%         |
| 9             | KoPITANIYA                      | 10.80          | 2.60%         |
| 10            | DON Agro Industrial Corporation | 10.50          | 2.50%         |
| <b>10 强合计</b> |                                 | <b>204.00</b>  | <b>49.40%</b> |

资料来源: 俄罗斯兽医检疫监督局, 国盛证券研究所

猪苗市场增量潜力巨大，我们预计具有翻倍空间。一方面，从总量来看，依据论文《浅谈生猪疾病的免疫预防》（弓学廷，2019）所述的商品猪免疫流程，单只商品猪在正常生长的情况下需要接种 11 次疫苗，考虑部分生猪接种政策苗的价格低于市场苗价格，单头防疫费用在 20 元左右，假设 2020 年出栏的生猪出栏量由 2019 年的 5.4 亿头提升至 6.5 亿头，叠加种猪防疫成本高于商品猪的部分，则将创造超过 20 亿元的市场增量空间。另一方面，从渗透率来看，由于规模生猪场疫苗管控更为严格，其疫苗的渗透率高于散户。根据 wind 数据，2018 年规模场的防疫成本为每头 20.21 元，相比于散养生猪的每头 15.75 元高出 28.32%，未来随着规模化进程不断持续，猪用疫苗渗透率将不断增长。依据现有资料及文献所述的渗透率、主流上市公司相关产品终端价格，预计生猪出栏量为 6.00 亿头、母猪存栏为 0.3 亿头、公猪存栏为 0.02 亿头，在渗透率有所提升的条件下，口蹄疫市场苗、猪圆环疫苗、伪狂犬疫苗、猪蓝耳疫苗、猪瘟疫苗五大疫苗的市场规模超 135 亿元，对比 2018 年猪用生物制品销售额为 59.21 亿元，猪用疫苗市场有翻倍空间。

图表 31: 规模企业防疫成本 VS 散户防疫成本



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 商品猪的标准免疫程序及出厂价、终端价费用

| 生长阶段  | 免疫疫苗  | 注射方法 | 出厂价 (元/头份) | 终端价 (元/头份) |
|-------|-------|------|------------|------------|
| 3 日龄  | 伪狂犬疫苗 | 滴鼻免疫 | 0.60       | 1.40       |
| 7 日龄  | 气喘病疫苗 | 胸腔注射 | 2.75       | 5.50       |
| 10 日龄 | 猪蓝耳疫苗 | 肌内注射 | 2.42       | 4.58       |
| 14 日龄 | 猪圆环疫苗 | 肌内注射 | 4.00       | 7.08       |
| 25 日龄 | 猪瘟疫苗  | 肌内注射 | 0.44       | 0.90       |
| 30 日龄 | 伪狂犬疫苗 | 肌内注射 | 0.60       | 1.40       |
| 35 日龄 | 猪圆环疫苗 | 肌内注射 | 4.00       | 7.08       |
| 45 日龄 | 口蹄疫疫苗 | 肌内注射 | 3.33       | 6.33       |
| 55 日龄 | 猪瘟疫苗  | 肌内注射 | 0.44       | 0.90       |
| 65 日龄 | 口蹄疫疫苗 | 肌内注射 | 3.33       | 6.33       |
| 70 日龄 | 伪狂犬疫苗 | 肌内注射 | 0.60       | 1.40       |
| 合计    |       |      | 22.51      | 42.90      |

资料来源: 中国知网论文《浅谈生猪疾病的免疫预防》（弓学廷，2019），公司公告，招股说明书，公司官网，国盛证券研究所

注: 出厂价、终端价分别依据生物股份、中牧股份、普莱柯、瑞普生物、海利生物、天康生物、中农威特的出厂价、终端价均价得出

图表 33: 我国部分猪用疫苗潜在市场规模测算

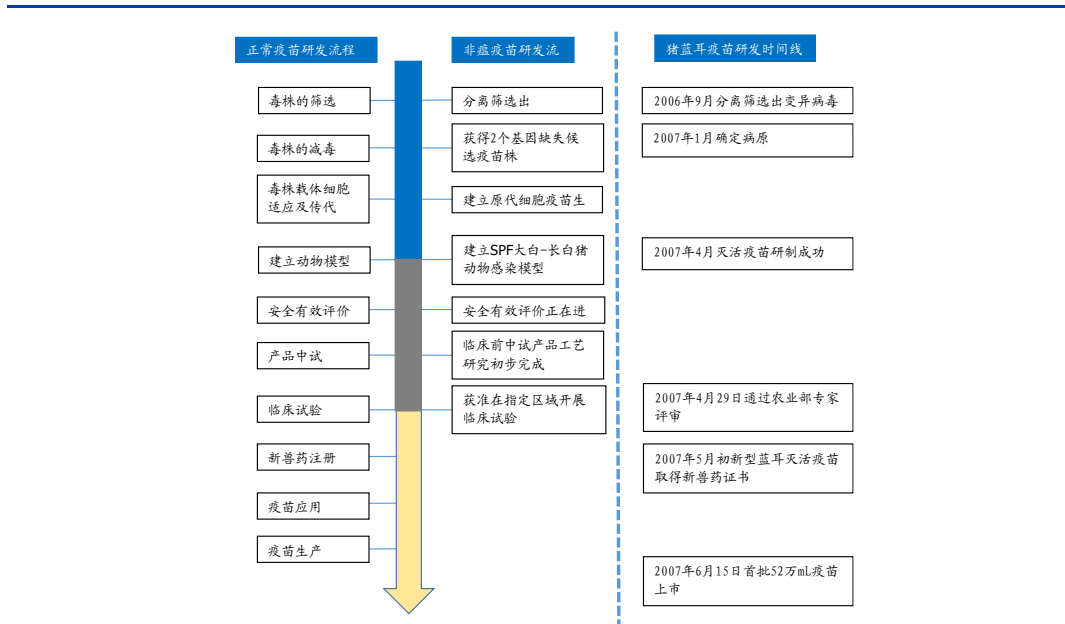
|               | 免疫次数 (次) | 产品均价 (元/头份) | 猪只数量 (亿头) | 预测渗透率 | 预测市场规模 (亿元)   |
|---------------|----------|-------------|-----------|-------|---------------|
| <b>口蹄疫市场苗</b> |          |             |           |       |               |
| 商品猪年出栏        | 2        | 6.33        | 6.00      | 40%   | 30.38         |
| 母猪存栏          | 3        | 6.33        | 0.30      | 60%   | 3.42          |
| 公猪存栏          | 3        | 6.33        | 0.02      | 60%   | 0.23          |
| <b>小计</b>     |          |             |           |       | <b>34.03</b>  |
| <b>口蹄疫政采苗</b> |          |             |           |       |               |
| 商品猪年出栏        | 2        | 0.50        | 6.00      | 80%   | 4.80          |
| 母猪存栏          | 3        | 0.50        | 0.30      | 90%   | 0.41          |
| 公猪存栏          | 3        | 0.50        | 0.02      | 90%   | 0.03          |
| <b>小计</b>     |          |             |           |       | <b>5.23</b>   |
| <b>猪圆环疫苗</b>  |          |             |           |       |               |
| 商品猪年出栏        | 2        | 7.08        | 6.00      | 40%   | 33.98         |
| 母猪存栏          | 2        | 7.08        | 0.30      | 60%   | 2.55          |
| 后备母猪存栏        | 2        | 7.08        | 0.12      | 60%   | 1.02          |
| 公猪存栏          | 2        | 7.08        | 0.02      | 60%   | 0.17          |
| <b>小计</b>     |          |             |           |       | <b>37.72</b>  |
| <b>猪蓝耳疫苗</b>  |          |             |           |       |               |
| 商品猪年出栏        | 2        | 4.58        | 6         | 50%   | 27.48         |
| 母猪存栏          | 2        | 4.58        | 0.3       | 70%   | 1.92          |
| 后备母猪存栏        | 2        | 4.58        | 0.12      | 70%   | 0.77          |
| 公猪存栏          | 3        | 4.58        | 0.02      | 70%   | 0.19          |
| <b>小计</b>     |          |             |           |       | <b>30.37</b>  |
| <b>伪狂犬疫苗</b>  |          |             |           |       |               |
| 商品猪年出栏        | 3        | 2.5         | 6         | 40%   | 18.00         |
| 母猪存栏          | 3        | 2.5         | 0.3       | 60%   | 1.35          |
| 后备母猪存栏        | 3        | 2.5         | 0.12      | 60%   | 0.54          |
| 公猪存栏          | 3        | 2.5         | 0.02      | 60%   | 0.08          |
| <b>小计</b>     |          |             |           |       | <b>19.97</b>  |
| <b>猪瘟疫苗</b>   |          |             |           |       |               |
| 商品猪年出栏        | 2        | 1.30        | 6.00      | 60%   | 9.36          |
| 母猪存栏          | 3        | 1.30        | 0.30      | 80%   | 0.94          |
| 后备母猪存栏        | 2        | 1.30        | 0.12      | 80%   | 0.25          |
| 公猪存栏          | 2        | 1.30        | 0.02      | 80%   | 0.04          |
| <b>小计</b>     |          |             |           |       | <b>10.59</b>  |
| <b>合计</b>     |          |             |           |       | <b>137.91</b> |

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 公司官网, 国盛证券研究所

非洲猪瘟疫苗进展顺利, 有望带来业绩增长点。据农业部官网显示, 哈尔滨兽医研究所研发的非洲猪瘟疫苗已于 2020 年 3 月通过农业农村部兽药评审中心组织的专家评审, 获准在指定区域开展临床试验。随后 4 月、5 月和 6 月分别在黑龙江、河南、新疆等地开展的疫苗临床实验, 实验均体现出了安全性及有效性。2020 年 8 月, 农业农村部披露在前期完成候选疫苗株实验室和中间试制阶段研究的基础上, 目前已完成疫苗环境释放

试验，即将进入扩大临床试验和生产性试验阶段，距离疫苗市场化还有兽药注册、疫苗应用、疫苗生产等最后环节。非洲猪瘟疫苗研发进展不断推进，有望提高动物疫苗的市场上限，为行业带来新的业绩增长点。

图表 34: 非洲猪瘟疫苗研发进度



资料来源: 农业农村部, 国盛证券研究所

参照口蹄疫疫苗政采苗价格及定价, 假设非洲猪瘟疫苗招标价格为 0.5-1.5 元/头份、一年接种两次, 预测政采苗市场空间为 5-15 亿元。后期逐步市场化, 疫苗单价有望抬高, 市场规模有望实现持续扩张。

图表 35: 我国非洲猪瘟疫苗潜在市场规模测算

|                  | 免疫次数 (次) | 产品均价 (元/头份) | 猪只数量 (亿头) | 预测渗透率 | 预测市场规模 (亿元) |
|------------------|----------|-------------|-----------|-------|-------------|
| 假设产品单价为 0.5 元/头份 |          |             |           |       |             |
| 商品猪年出栏           | 2        | 0.5         | 6.00      | 80%   | 4.800       |
| 母猪存栏             | 3        | 0.5         | 0.30      | 90%   | 0.405       |
| 后备母猪存栏           | 2        | 0.5         | 0.12      | 90%   | 0.108       |
| 公猪存栏             | 2        | 0.5         | 0.02      | 90%   | 0.018       |
| 合计               |          |             |           |       | 5.331       |
| 假设产品单价为 1.0 元/头份 |          |             |           |       |             |
| 商品猪年出栏           | 2        | 1           | 6.00      | 80%   | 9.600       |
| 母猪存栏             | 3        | 1           | 0.30      | 90%   | 0.810       |
| 后备母猪存栏           | 2        | 1           | 0.12      | 90%   | 0.216       |
| 公猪存栏             | 2        | 1           | 0.02      | 90%   | 0.036       |
| 合计               |          |             |           |       | 10.662      |
| 假设产品单价为 1.5 元/头份 |          |             |           |       |             |
| 商品猪年出栏           | 2        | 1.5         | 6.00      | 80%   | 14.400      |
| 母猪存栏             | 3        | 1.5         | 0.30      | 90%   | 1.215       |
| 后备母猪存栏           | 2        | 1.5         | 0.12      | 90%   | 0.324       |
| 公猪存栏             | 2        | 1.5         | 0.02      | 90%   | 0.054       |
| 合计               |          |             |           |       | 15.993      |

资料来源: 国盛证券研究所

## 2.3 肉禽养殖高景气有望延续，带动禽苗营收增速

新冠疫情冲击下，我国肉禽引种量微跌。2020年更新的祖代鸡来自新西兰、法国、美国及国内自繁。上半年由于国内外新冠疫情严峻，部分企业取消引种计划，导致国外引种存在不确定性；随着国内疫情趋于稳定，7月部分企业恢复从美国引种，9月我国已允许后期从法国引种，引种渠道有所增加。据博亚和讯统计，2020年1-9月我国合计更新约77万套，同比下跌9.6%。相比于往年，2020全年引种量预计不及2019年的总量，但仍处于历史较高水平，为供给整体基数提供保障。

图表 36: 祖代鸡年度引种更新量 (万套)



资料来源: 博亚和讯, 国盛证券研究所

图表 37: 我国白羽鸡月度引种数据



资料来源: 博亚和讯, 国盛证券研究所

在产祖代鸡存栏恢复高位，父母代鸡苗供给量处于历史高位。上半年育成期祖代鸡存栏自历史高位 68 万套逐步回落至 45 万套，常规在产祖代鸡存栏回升至高位，博亚数据显示我国 7 至 9 月在产祖代鸡存栏均突破 100 万套，且强制换羽在产祖代鸡存栏量降至 2017 年以来的低点。随着祖代鸡的产能逐步释放，父母代鸡苗供给量增长至历史高位，1-9 月份销量已超 4500 万套，同比增长 28%，预计未来仍有量增空间。

父母代种鸡存栏持续增加，推高商品代鸡苗供给量。在引种、祖代鸡存栏高位的推动下，父母代种鸡存栏处于持续增长的阶段；据博亚和讯统计，9 月份常规在产父母代鸡存栏量超 3500 万套，1-9 月在产父母代鸡平均存栏为 3300 万套，同比增长 12.2%。综合引种情况、祖代鸡存栏、父母代鸡苗销售情况，预计四季度商品代鸡苗供应量有所推高。1-9 月份，商品代鸡苗销量 41 亿羽，同比增加 7.2%，产能扩张持续进行。但考虑肉鸡市场行情偏弱，鸡苗供应高位增长叠加饲料价格大幅上涨，种鸡养殖进入亏损期，种鸡将持续进行产能结构调节，后续鸡苗产量增幅受压。

肉鸡出栏创 5 年新高，带动禽苗销量增长。新冠疫情对肉鸡生产造成冲击，1 月以来全国多处全部或部分关闭活禽交易市场，肉禽销售渠道受阻，此外工厂、学校等食堂停产停工进一步收紧肉禽需求，给上游养殖业带来深重影响。据博亚和讯数据，2020 年 1 月下旬至 2 月，鸡苗销毁量高达 25%。随着疫情逐步得到好转，出栏量恢复正常，基于父母代种鸡产能处于历史高位，肉禽供应达到新冠疫情前高位水平。据博亚和讯统计，1-9 月份肉鸡供应量 36.5 亿羽，同比增长 7.12%。考虑在祖代种鸡存栏高位、父母代种鸡存栏持续增长、鸡苗销量增长的市场环境下，肉禽养殖量短期内仍将保持高位，带动禽苗营收增速。

禽用疫苗潜在空间巨大。畜牧业协会数据显示，2019 年商品代白羽肉鸡、黄羽肉鸡、水禽出栏量分别为 44、49、42 亿羽，同比增长 13%、25%、45%。考虑生猪产能恢复不易、白羽鸡等肉禽产业产能旺盛，肉禽出栏量有望保持高位，预计未来白羽肉鸡、黄羽肉鸡、水禽出栏量分别为 47、44、35 亿羽，叠加种禽疫苗费用以及肉鸽、817 肉杂鸡等肉禽疫苗费用，禽用疫苗整体规模超 50 亿元。

图表 38: 商品代白羽肉鸡的标准免疫程序及费用

| 生长阶段   | 免疫疫苗                    | 免疫剂量  | 费用（元） |
|--------|-------------------------|-------|-------|
| 1-3 日龄 | 鸡新城疫、传染性支气管炎（H120）二联活疫苗 | 1 羽份  | 0.003 |
| 10 日龄  | 鸡毒支原体活疫苗                | 1 羽份  | 0.050 |
|        | 鸡传染性法氏囊病活疫苗             | 1 羽份  | 0.060 |
| 15 日龄  | 禽流感（H5+H7）三价灭活疫苗        | 0.3ml | 0.220 |
|        | 禽流感（H9 亚型）-新城疫重组二联活疫苗   |       |       |
| 合计     |                         |       | 0.333 |

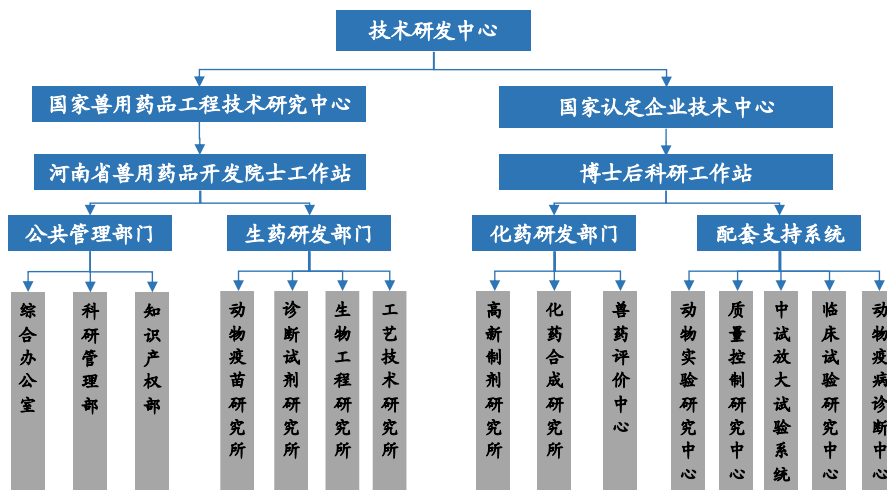
资料来源: 中国知网论文《商品肉鸡免疫程序》(袁万哲等, 2018), 国盛证券研究所

### 3 公司研发实力卓越, 产品丰富、销售有力

#### 3.1 组织体系完善叠加人才、资金优势, 公司研发实力强劲

自研为主合研为辅, 研发组织体系完善。公司的创新路径以自主研发为主、合作研发为辅。自主研发方面, 公司拥有国家兽用药品工程技术研究中心、企业技术中心、动物传染病诊断试剂与疫苗开发联合工程实验室等三大国家级平台, 设有博士后科研工作站和河南省兽用药品开发院士工作站等创新平台, 为公司自主创新提供了合理的组织架构。合作研发方面, 公司与中国农科院兰州兽医研究所、中国农科院哈尔滨兽医研究所、中国科学院微生物研究所、中国农业大学等科研院所和高校开展产学研合作, 推动集成创新。公司研发体系完善, 研发中心下设公共管理部门、生药研发部门、化药研发部门和配套支持系统等技术管理部门, 为产研提供良好基础。

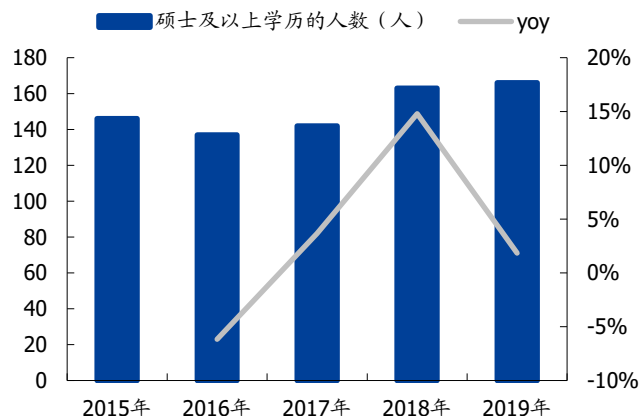
图表 39: 公司技术研发中心组织架构



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

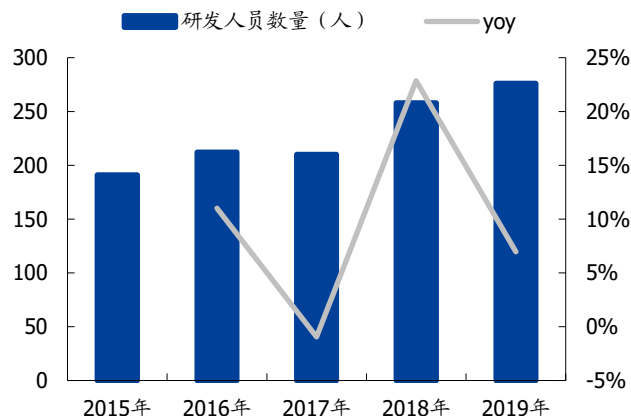
人才优势显著, 公司创新实力耐打。公司的研发团队以博士、硕士为主体, 具有动保领域的专业知识及技能, 近 5 年硕士及以上学历的人数不断增长, 研发团队人数持续扩充, 人才实力不断增强。公司注重高端人才的引进, 如公司的田克恭研究员曾任中国动物疫病预防控制中心兽医诊断室主任, 现兼任世界卫生组织猪繁殖与呼吸综合征参考实验室指定专家、全国动物防疫专家委员会委员兼高致病性猪蓝耳病专家组组长。高端人才相继加盟公司, 为公司研发、销售等各环节去提供技术指导。公司搭建的良好技术研发平台, 叠加人才优势, 为研发成果落地提供条件。

图表 40: 公司硕士及以上学历的人数(人)及变化情况(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

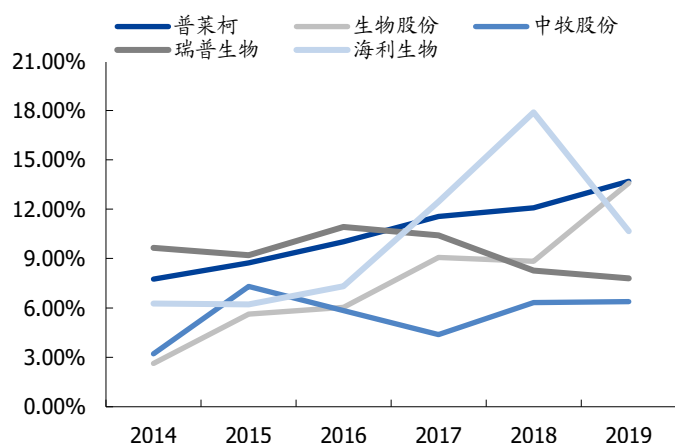
图表 41: 公司研发人员数量(人)及变化情况(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

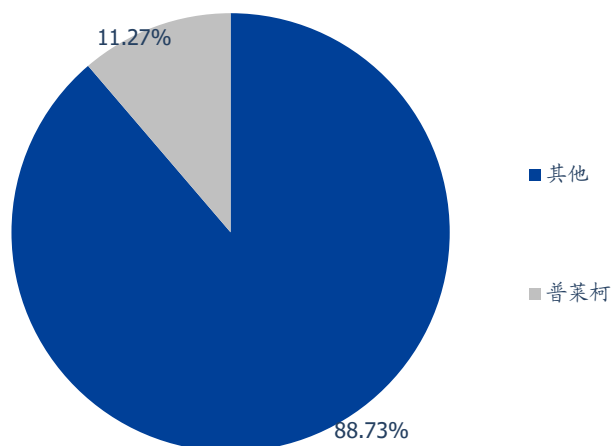
研发支出充裕, 新品落地数量领先行业。公司近 5 年研发支出占比处于行业领先水平, 研发占比不断提升。2019 年全年度研发支出为 0.91 亿元, 占总营收比值为 13.69%。公司研发投入充裕, 为研发项目顺利进行提供保障。凭借完善组织体系、高端人才团队以及充裕的研发投入下, 公司的新品落地数量较好, 2019 年公司获得 8 个新兽药证书, 占全行业新兽药证书总数的 11.27%, 研发产出理想, 验证自身研发实力, 有望为公司后续提升市占率提供动力。

图表 42: 可比公司研发支出占营收比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 2019 年新兽药证书数量占比情况



资料来源: 中国兽药协会, 国盛证券研究所

### 3.2 产品体系全面, 在研产品储备充分

产品体系全面, 涵盖空白点及需求热点。公司针对市场的空白点和现实需求的热点, 围绕着战略性大单品、基因工程技术产品、多联多价产品进行持续不断的开发, 疫苗产品种类丰富、技术含量高, 产品涵盖猪用和禽用系列新一代基因工程技术疫苗或联苗。其中猪用苗方面, 年报显示公司开发的猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗为国内首创, 有望替代猪伪狂犬传统毒株疫苗。在禽用苗方面, 公司近年来开发了新支流、新流法、新支流法等基因工程多联灭活疫苗。公司产品体系全面, 口蹄疫、禽流感等重大动物疫病疫苗均有所覆盖。此外, 公司成立之初即有布局兽药领域, 在兽用化学药品方面公司历史悠久、研发经验丰富, 产品品类全面。

图表 44: 普莱柯产品体系

| 主要产品种类 |        | 主要产品                                                                                 | 主要用途      |
|--------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 兽用生物制品 | 猪用灭活疫苗 | 猪圆环基因工程亚单位疫苗、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、猪圆支二联灭活疫苗、猪伪狂犬 gE 基因缺失灭活疫苗(流行株)、猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗等       | 猪病预防      |
|        | 猪用活疫苗  | 猪瘟活疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗、伪狂犬活疫苗等                                                            |           |
|        | 禽用活疫苗  | 鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗（B87 株）、鸡新城疫-传染性支气管炎二联活疫苗（La Sota 株+H120 株）、鸡新城疫耐热保护剂活疫苗（La Sota 株）等 | 禽病预防      |
|        | 禽用灭活疫苗 | 新支流基因工程三联灭活疫苗、新支流法基因工程四联灭活疫苗、新流法基因工程三联灭活疫苗、新流二联灭活疫苗、新支流三联灭活疫苗等                       |           |
|        | 禽用抗体   | 鸡传染性法氏囊病精制蛋黄抗体、鸭病毒性肝炎精制蛋黄抗体等                                                         | 禽病治疗      |
| 兽用化学药品 | 化药制剂   | 注射用头孢噻唑、头孢噻唑注射液、恩诺沙星注射液、硫酸头孢喹肟注射液、盐酸多西环素注射液等                                         | 畜禽疫病治疗或预防 |
|        | 中兽药    | 双黄连口服液、芩黄口服液、板青颗粒等                                                                   |           |
|        | 消毒剂    | 戊二醛苯扎溴铵溶液、过氧乙酸溶液等                                                                    |           |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在研药品储备充分, 研发项目有序开展。近年来公司依靠平台优势、人才优势和资金优势, 在基因工程技术、多联多价疫苗方面不断拓展, 在研药品储备充分。据 2019 年年报显示, 截至 2019 年年底, 公司在猪用疫苗和鸡用疫苗板块共有 19 项研发项目, 包含 4 项市场先例产品, 产品布局具有前瞻性。在研产品中已有 3 项已进入注册阶段, 5 项处于临床试验阶段, 研发项目有序开展, 为后续抢占市场份额提供可能, 创造未来业绩增长点。

图表 45: 2019 年年报公司主要研发项目基本情况 (万元)

| 项目类别                           | 研发项目 (含一致性评价项目)                                                                               | 进展情况  | 累计投入     | 申报厂家数 |
|--------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-------|----------|-------|
| 非洲猪瘟                           | 非洲猪瘟新型疫苗                                                                                      | 临床前研究 | 1,063.16 | 1     |
| 猪圆环系<br>列产品                    | 猪圆环病毒 2 型、支原体肺炎二联灭活疫苗 (Cap 蛋白+HN0613 株)                                                       | 临床试验  | 897.37   | 11    |
|                                | 重组猪圆环病毒 3 型疫苗 (大肠杆菌源)                                                                         | 临床前研究 | 195.15   | 0     |
| 猪伪狂犬<br>系列产品                   | 猪伪狂犬病毒基因工程亚单位疫苗 (杆状病毒源)                                                                       | 临床前研究 | 563.58   | 1     |
|                                | 猪伪狂犬病活疫苗 (HN1201-R1 株)                                                                        | 临床前研究 | 1,043.01 | 13    |
|                                | 猪伪狂犬病活疫苗 (NVC2013 株)                                                                          | 临床前研究 | 276.34   | 13    |
|                                | 猪瘟、猪伪狂犬病二联耐热活疫苗 (C 株+HN1201 五基因缺失株)                                                           | 临床前研究 | 1,559.59 | 2     |
|                                | 猪繁殖与呼吸综合征、猪伪狂犬病二联耐热保护活疫苗 (JXA1-R 株+HB-2000 株)                                                 | 临床前研究 | 360.3    | 1     |
| 猪口蹄疫                           | 重组口蹄疫亚单位疫苗 (大肠杆菌源)                                                                            | 临床前研究 | 1,447.81 | 3     |
| 猪塞尼卡<br>谷病毒病                   | 猪塞尼卡谷病毒灭活疫苗 (SW/FJ/001 株)                                                                     | 临床试验  | 824.4    | 4     |
| 鸡高致病<br>性禽流感<br>疫苗系列<br>产品     | 禽流感重组火鸡疱疹病毒载体活疫苗 (H5 亚型, rHVT-HA 株)                                                           | 临床前研究 | 543.29   | 0     |
|                                | 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)                                     | 临床前研究 | 350.72   | 0     |
| 鸡新城疫<br>(基因 VII<br>型) 系列<br>产品 | 鸡新城疫 (基因 VII 型)、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型) 三联灭活疫苗                                                    | 注册阶段  | 414.68   | 2     |
|                                | 鸡新城疫 (基因 VII 型)、禽流感 (H9 亚型) 二联灭活疫苗                                                            | 注册阶段  | 405.6    | 3     |
|                                | 鸡新城疫 (基因 VII 型)、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                                             | 注册阶段  | 403.59   | 1     |
| 禽腺病毒<br>(I 群, 4<br>型) 系列<br>产品 | 鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型)、禽腺病毒 (I 群, 4 型) 四联灭活疫苗 (N7a 株+M41 株+SZ 株+FAV-HN 株)                   | 临床前研究 | 153.48   | 0     |
|                                | 鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型)、禽腺病毒 (I 群, 4 型) 四联灭活疫苗 (N7a 株+M41 株+SZ 株+Fiber 蛋白)                   | 临床试验  | 184.73   | 1     |
|                                | 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) | 临床试验  | 75.05    | 1     |
|                                | 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) | 临床试验  | 72.79    | 1     |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2.1 猪苗: 圆环、猪伪狂疫苗填补行业空白, 口蹄疫疫苗快速切入

圆环疫苗工艺不断升级, 多次填补行业空白。2010 年, 勃林格率先打开了我国猪圆环疫苗市场并几乎实现了对国内猪圆环疫苗市场的垄断。2010 年 8 月, 公司率先与合作单位联合研发出首个国产猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株) 获新兽药证书并上市, 开启国产圆环的新时代; 2017 年 10 月, 公司推出猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗 (大肠杆菌源), 持续推进该领域疫苗的研发; 2018 年 10 月, 公司研发的水佐剂猪圆环病毒 2 型-支原体肺炎二联灭活疫苗 (SH 株+HN0613 株) 上市, 为国内第一个实现对猪圆环病和肺炎支原体病联苗的灭活疫苗, 填补国内市场的空白; 2019 年 8 月, 公司猪圆环病毒 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, 再次填补了我国市场在该领域的空白, 该产品用于预防猪圆环病毒病和副猪嗜血杆菌 4 型、5 型引起的副猪嗜血杆菌病, 为公司承担的国家 863 计划科研成果。公司在猪圆环疫苗领域产品的不断升级, 有效提升了公司在行业内的竞争力, 将为公司带来新的业绩

增长点。猪圆环病毒的主体为仔猪、母猪和后备，目前生猪养殖行业的补栏情绪较好，仔猪、母猪存栏均有回升，且由于补栏产能结构亟需调整、种猪资源短缺，未来对仔猪、种猪的需求不减，为业绩反弹带来动力。

图表 46: 国产猪圆环疫苗种类及生产单位

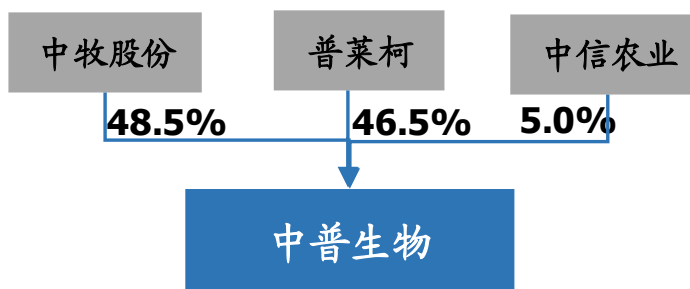
| 疫苗类型  | 疫苗种类                                            | 生产单位                                                         |
|-------|-------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 灭活疫苗  | 猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗 (CP08 株)                    | 扬州优邦、武汉中博                                                    |
|       | 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (DBN-SX07 株)                      | 杨凌绿方、四川海林格、安徽东方帝维、成都天邦、福州大北农、北京信得威特、辽宁益康、湖南中岸、山东华宏、山东绿都、滨州沃华 |
|       | 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (LG 株)                            | 海利生物、哈药集团、蔚蓝生物、哈维科                                           |
|       | 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株)                            | 南农高科、北京华信农威、青岛澳兰百特、常州同泰、普莱柯、吉林正业、乾元浩南京                       |
|       | 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株, II)                        | 中牧成都、洛阳惠中、南农高科                                               |
|       | 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (WH 株)                            | 科前生物、南京天邦、广东永顺、中牧成都、武汉中博                                     |
|       | 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (YZ 株)                            | 浙江美宝龙、广西丽原、扬州优邦                                              |
|       | 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 株)                          | 贵州福斯特、杭州佑本、齐鲁动保、瑞普生物、浙江诗华诺倍威、华派生物                            |
|       | 猪圆环病毒 2 型-支原体肺炎二联灭活疫苗 (SH 株+HN0613 株)           | 洛阳惠中                                                         |
|       | 猪圆环病毒 2 型-支原体肺炎二联灭活疫苗 (重组杆状病毒 CP08 株+JM 株)      | 国药集团、浙江诗华诺倍威                                                 |
| 基因工程苗 | 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) | 普莱柯                                                          |
|       | 猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗                              | 青岛易邦                                                         |
|       | 猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗 (大肠杆菌源)                      | 普莱柯                                                          |

资料来源: 中国兽药协会, 大畜牧网站, 国盛证券研究所

首创猪伪狂犬病变异毒株疫苗, 直指市场痛点。2011 年之前, 猪伪狂犬病毒活疫苗 (Bartha-K61 株) 为最主要的疫苗类型, 科前生物、中牧股份等国内企业外加海博莱、硕腾、勃林格等外企先后加入进来, 市场竞争激烈。2011 年后毒株变异, 变异后的流行毒株致病性强, 原有经典毒株疫苗对该流行毒株不能产生有效的交叉保护, 市场亟待有效产品的出现。2018 年公司从自主分离获得细胞适应性好、致病力强、免疫原性好的 HN1201 株, 利用基因重组技术构建出 gE 基因缺失的灭活疫苗株 HN1201-ΔgE 株。该疫苗于 2019 年 1 月获得新兽药注册证书, 4 月获得产品批文并正式上市, 该产品对经典毒株和变异毒株均可实现保护, 有望替代传统毒株疫苗, 直指市场痛点, 市场潜力巨大。

参股中普生物, 进驻口蹄疫疫苗市场。口蹄疫疫苗为政府强制免疫品种, 是动物疫苗中体量最大的单品, 其中 O 型、A 型为目前的热点。国内口蹄疫疫苗采取定点生产的方式, 全国范围内仅有少数企业具有生产资质, 市场份额相对集中。2018 年 4 月, 公司和中牧股份、中信农业合资成立中普生物, 其中公司出资 1.63 亿元, 股本占比 46.5%; 公司通过持股中普生物间接获得口蹄疫疫苗的生产资质, 健全了疫苗产品线。2020 年 3 月, 中普生物获得猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-III 株) 产品批准文号, 上市放量在即。此外, 公司拥有在研重组口蹄疫亚单位疫苗项目, 亚单位疫苗具有安全性高、纯度高、产量高等特点, 可直接影响病毒入侵、复制、增殖等过程, 该疫苗有望为公司带来新的业绩增长点。

图表 47: 中普生物股权情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2.2 禽苗: 联苗、基因工程苗为公司核心产品

持续推出禽用联苗、基因工程苗, 引领行业创新方向。禽用多联苗及基因工程苗为市场亮点, 多联苗具有减少免疫次数、提高免疫的效果, 基因工程苗可提高疫苗安全性, 两大技术亦成为行业研发热点, 而公司一直处于行业领先地位。2006 年, 公司就已成功研制鸡新支流 (H9) 三联灭活疫苗, 后被科技部等四部委联合认定为国家级重点新产品; 2008 年, 公司推出鸡新支流 (H9) 四联灭活疫苗; 2010 年, 公司鸡法氏囊病毒活疫苗 (B87 株)、鸡新支流二联灭活疫苗、鸡新城疫耐热保护剂活疫苗 (La Sota 株) 等疫苗开始上市放量; 2016 年, 公司推出鸡新支流 (Re-9 株) 基因工程三联灭活疫苗、新支流法基因工程四联灭活疫苗; 2019 年, 公司鸡传染性鼻炎 (A 型、C 型) 二价灭活疫苗 (HN3 株+SD3 株) 获得新兽药注册证书, 开始投放市场。公司推出的禽用疫苗多为联苗、基因工程苗, 种类丰富、技术含量高, 引领行业创新方向, 奠定公司在细分领域的龙头地位。

完成全资收购南京梅里亚, 切入禽流感疫苗领域。2018 年, 农业部发布 3 款重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗, 11 家企业相继获得该三价灭活疫苗的生产批准文号, 但公司并未入选。2019 年 11 月, 公司发布公告称以 6,520 万元拍得南京梅里亚 50% 股权, 剩余 50% 股权公司拟以不超过 6,520 万元的受让价格获取。公司于当月取得 100% 股权并完成工商变更登记。南京梅里亚主要从事禽用疫苗生产与销售, 拥有高致病性禽流感 (H5+H7) 疫苗产品的生产资质, 补齐了公司在这一领域的短板。2019 年 H1 梅里亚实现营收 1293 万元, 资产总计为 1.23 亿元, 具有一定的行业影响力。通过此次收购, 公司已经基本完成在猪、禽方面列入国家动物疫病强制免疫计划的口蹄疫、高致病性禽流感疫苗产品上的产业布局, 有望利用公司已有的工艺、毒株及研发实力, 实现业内禽流感疫苗由全病毒疫苗到基因工程疫苗的升级换代, 为公司带来新的业绩增长点。

图表 48: 2018 年农业部 3 款重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗及批准企业

| 兽药品种                                                              | 批准生产企业                                    |
|-------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (细胞源, H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株) | 山东信得科技、吉林冠界生物                             |
| 重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N1Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)       | 哈维科、哈药集团、青岛易邦、肇庆大华农、永顺生物、辽宁益康、乾元浩郑州、南京梅里亚 |
| 重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N2 rSD57 株+rFJ56 株, H7N9 rGD76 株)       | 华南生物                                      |

资料来源: 农业农村部, 国盛证券研究所

### 3.2.3 宠物：积极布局疫苗及化药

自主研发、集成创新共同推动新品推出。公司积极布局宠物用动物保健产品，在宠物疫苗、治疗性生物制品、化学药品等方面均有开展研发。在宠物疫苗方向，兔病毒性出血症疫苗、水貂病毒性肠炎基因工程亚单位疫苗已完成新兽药注册。公司与中国兽医药品监察所集成创新的狂犬病灭活疫苗已进入新兽药注册阶段。此外犬二联（DP）和犬四联（DHPPI）已基本完成临床前研究，正在积极准备申报临床试验。猫三联（FPV+FCV+FHV）灭活疫苗、弱毒活疫苗的实验室研究进展顺利。在宠物化药方向，公司自主开发的替米沙坦口服溶液、复方非泼罗尼滴剂等抗感染类及驱虫类药物进入新兽药注册质量复核阶段，具有广阔的市场前景。头孢泊肟酯片、利拉萘酯搽剂等抗感染类的重磅产品已完成临床试验备案，处于临床试验阶段。公司自主开发的化学新结构莱柯霉素安全性评价研究进展顺利，主要应用于犬细菌性呼吸道疾病和支原体感染的治疗，目前已完成多项毒理评价试验及安全药理试验的评价，结果良好。

与关联方投资设立子公司，布局宠物保健板块。2020年9月，公司拟投资900万元与一宠健康共同投资设立上海萌邦，股权占比为30%。上海萌邦主要从事宠物用功能性保健品（非药品）、食品及用品的研发、生产及销售、宠物生活服务（非诊疗），国内相关产业处于发展早期阶段，公司提前布局利好抢占市场份额，利好公司进一步布局宠物疫苗、药品板块。

### 3.3 销售渠道布局完善

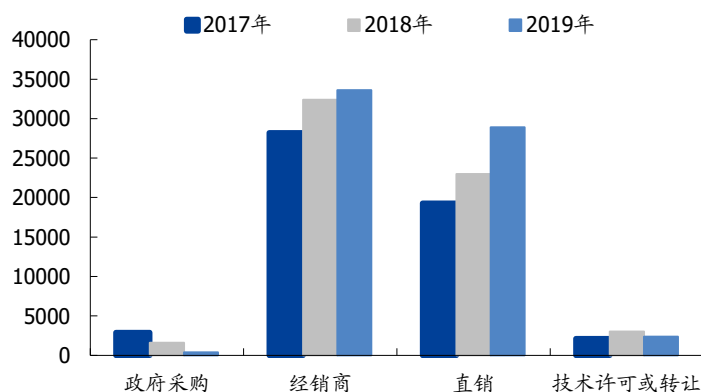
结合公司生产经营不同产品的特点、客户需求以及市场竞争格局，公司设置经销商销售、养殖集团直销和政府招投标三类销售模式，将公司产品有针对性地投放至终端客户。其中经销为公司主要的收入渠道，直销模式的渠道销售效益也在不断增强。未来公司将进一步完善经销商网络布局，加大直销客户开发力度。

图表 49：普莱柯销售模式

| 销售模式   | 客户          | 主要产品类型                    |
|--------|-------------|---------------------------|
| 经销商销售  | 各地经销商       | 猪病和禽病防控用生物制品、化学药品         |
| 大集团直销  | 大型养殖集团、养殖场  | 猪病和禽病防控用生物制品、化学药品         |
| 政府招标采购 | 省、县市级兽医防疫机构 | 主要为高致病性猪蓝耳病活疫苗和灭活疫苗、猪瘟活疫苗 |

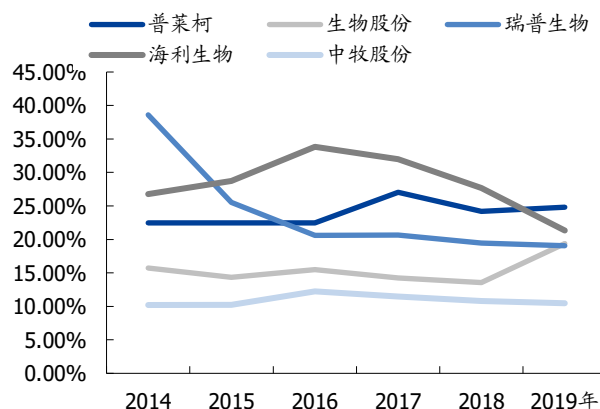
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 50：普莱柯不同销售模式收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 51：可比公司销售费用占比情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

在销售策略方面，公司围绕大单品营销，并适时制定适应的策略细节。2018 年上游养殖业受到非洲猪瘟的负面影响，猪用疫苗销量受挫，针对下游养猪行业低迷态势，公司一方面降低圆环全病毒灭活疫苗市场终端价格，进一步扩大公司产品的终端占有率；另一方面，抓住非洲猪瘟疫情对消毒剂市场的需求，强化大单品营销、集团客户开发、中兽药制剂的推广等措施，利用化药收入的增长弥补猪用疫苗板块的负面影响。在禽用疫苗板块，公司推广“434”系列免疫方案，减少应激反应、提升免疫效率、节约人工成本的基础上，持续创造用户价值。

图表 52: 公司“434”系列免疫方案

| 免疫时间       | 疫苗                          | 剂量        | 免疫疫苗介绍                                                                                                                        |
|------------|-----------------------------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 7 日龄       | 新支流法基因工程四联灭活疫苗+新支二联活疫苗      | 0.25ml/羽份 | 第一个“4”：新支流法基因工程四联灭活疫苗中的毒株均采用优选毒株，对目前流行的新城疫基因 VII 型、传支 QX 株、禽流感 H9 有很好的防控作用，同时传染性法氏囊病采用的是用高纯度的法氏囊病 Rvp2 蛋白做成的病毒样颗粒作为免抗原，应激反应小。 |
| 45-65 日龄   | 新支流 Re-9 基因工程三联灭活疫苗+新支二联活疫苗 | 0.4ml/羽份  | 第二个“3”：新支流 Re-9 基因工程三联灭活疫苗。首次将基因工程技术应用于禽流感 H9，将免疫期提升到 6 个月以上，利于免疫减负。                                                          |
| 100-120 日龄 | 新支减流四联灭活疫苗+新支二联活疫苗          | 0.5ml /羽份 | 第三个“4”：新支减流四联灭活疫苗。将原来的“新支减+新流”合二为一，减少人工的同时减少免疫成本和免疫应激，缩短产蛋上高峰的时间，提高生产效率。                                                      |
| 280 日龄     | 新支流 Re-9 基因工程三联灭活疫苗+新支二联活疫苗 | 0.5ml /羽份 | -                                                                                                                             |

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

此外，公司在各销售事业部设有技术服务部，技术服务人员系动物疫病的诊断与检测、饲养管理指导、疫病防治方案制定等方面的资深专家，通过技术人员现场服务或购买第三方兽医诊疗机构的服务，切实满足了终端养殖户对疫病防控的迫切需求，完善了企业的市场服务，为公司产品的快速推广和应用提供了有力的支持。

## 4 盈利预测及估值分析

### 4.1 收入预测关键假设

1) 公司禽用疫苗板块拥有联苗、基因工程苗等高技术含量产品，引领行业创新方向，在细分领域具有龙头地位，为市占率提升提供长期动力。此外，肉禽养殖业在祖代种鸡存栏高位、父母代种鸡存栏持续增长、鸡苗销量增长的市场环境下，养殖高景气有望延续，为公司板块的业绩增长带来成长机遇。预计 20-22 年禽苗板块收入为 3.84/4.70/5.72 亿元。

2) 非洲猪瘟后周期，猪苗板块迎来业绩拐点。政策驱动叠加高位猪价助推，生猪养殖复产态势良好，为猪苗带来业绩拐点；同时，非洲猪瘟推动规模化进程，从疫苗渗透率上推动行业转暖。公司产品体系全面，圆环、猪伪狂疫苗填补行业空白，市场潜力巨大，预计 20-22 年猪苗板块收入为 1.86/2.58/3.18 亿元。

图表 53: 普莱柯分业务收入预测

|         | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 禽用疫苗及抗体 |        |        |        |        |        |
| 收入 (亿元) | 2.14   | 3.08   | 3.84   | 4.70   | 5.72   |
| 成本 (亿元) | 0.89   | 1.35   | 1.64   | 1.97   | 2.35   |
| 毛利 (亿元) | 1.25   | 1.74   | 2.21   | 2.73   | 3.38   |
| 毛利率 (%) | 58.59% | 56.34% | 57.46% | 58.02% | 58.99% |
| 猪用疫苗    |        |        |        |        |        |
| 收入 (亿元) | 1.89   | 1.00   | 1.86   | 2.58   | 3.18   |
| 成本 (亿元) | 0.36   | 0.22   | 0.38   | 0.52   | 0.66   |
| 毛利 (亿元) | 1.53   | 0.78   | 1.48   | 2.06   | 2.51   |
| 毛利率 (%) | 81.15% | 78.01% | 79.62% | 79.67% | 79.10% |
| 化药      |        |        |        |        |        |
| 收入 (亿元) | 1.67   | 2.20   | 2.57   | 3.01   | 3.58   |
| 成本 (亿元) | 0.71   | 0.93   | 1.04   | 1.21   | 1.44   |
| 毛利 (亿元) | 0.96   | 1.27   | 1.53   | 1.80   | 2.14   |
| 毛利率 (%) | 57.32% | 57.55% | 59.51% | 59.87% | 59.87% |
| 技术许可转让  |        |        |        |        |        |
| 收入 (亿元) | 0.30   | 0.24   | 0.21   | 0.23   | 0.24   |
| 成本 (亿元) |        |        |        |        |        |
| 毛利 (亿元) | 0.30   | 0.24   | 0.21   | 0.23   | 0.24   |
| 毛利率 (%) |        |        |        |        |        |
| 其他业务    |        |        |        |        |        |
| 收入 (亿元) | 0.08   | 0.11   | 0.11   | 0.11   | 0.12   |
| 成本 (亿元) | 0.05   | 0.07   | 0.07   | 0.07   | 0.07   |
| 毛利 (亿元) | 0.03   | 0.03   | 0.04   | 0.04   | 0.04   |
| 毛利率 (%) | 41.18% | 30.25% | 35.72% | 35.72% | 35.72% |
| 合计      |        |        |        |        |        |
| 收入 (亿元) | 6.08   | 6.63   | 8.60   | 10.64  | 12.84  |
| 成本 (亿元) | 2.00   | 2.58   | 3.13   | 3.78   | 4.53   |
| 毛利 (亿元) | 4.08   | 4.06   | 5.47   | 6.86   | 8.32   |
| 毛利率 (%) | 67.07% | 61.15% | 63.64% | 64.46% | 64.76% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4.2 估值分析

公司发展思路清晰, 专注主业, 创新实力强劲, 且不断拓宽下游销售渠道, 看好未来业绩的成长空间。预计公司 2020/2021/2022 年营收 8.60/10.64/12.84 亿元, 归母净利润为 1.84/2.63/3.39 亿元, 对应 EPS 为 0.57/0.82/1.05。当前股价对应 PE 为 42.51/29.70/23.03, 考虑公司研发实力强劲、产品体系全面、渠道力强劲, 在动保进入全产品创新时代的背景下, 公司有望凭借新产品进一步提升市占率。对比生物股份、瑞普生物、中牧股份、科前生物等公司的 PE 情况, 公司估值处于中值水平。公司作为动保行业联苗龙头标的有

望提升市占率，持续提高估值预期，首次覆盖予以“买入”评级。

图表 54: 可比公司估值

| 证券代码      | 证券简称 | 总市值    | EPS   |       |       | PE           |              |              |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
|           |      |        | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| 600201.SH | 生物股份 | 303.63 | 0.41  | 0.62  | 0.87  | 65.53        | 43.71        | 31.02        |
| 688526.SH | 科前生物 | 185.49 | 0.81  | 1.10  | 1.37  | 49.01        | 36.29        | 29.13        |
| 600195.SH | 中牧股份 | 159.45 | 0.52  | 0.55  | 0.65  | 30.42        | 28.77        | 24.06        |
| 300119.SZ | 瑞普生物 | 92.55  | 0.71  | 0.90  | 1.06  | 32.21        | 25.45        | 21.66        |
|           |      |        |       |       | 均值    | <b>44.29</b> | <b>33.56</b> | <b>26.47</b> |
| 603566.SH | 普莱柯  | 85.42  | 0.57  | 0.82  | 1.05  | 42.51        | 29.7         | 23.03        |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 数据截止至 2020 年 10 月 19 日

## 5 风险提示

**动物疫情风险。**公司作为疫苗生产企业，经营业绩与下游需求高度相关，当前我国非洲猪瘟形式仍不明朗，存在复发可能性；且动物疫病存在变异可能性，为生猪板块产能带来不确定性，对公司猪用疫苗板块销售情况带来不确定性。

**产品研发不及预期。**动保板块的研发项目具有投资额度大、投资周期长、结果存在不确定性等特点，为上市公司经营带来不确定性。截至 2019 年年底，公司在猪用疫苗和鸡用疫苗板块共有 19 项研发项目，包含 4 项市场先例产品，存在研发进程低于预期、研发项目终止等风险。

**市场竞争风险。**政采苗逐步退出，市场苗份额快速拓展，加速动保内部竞争。行业面临行业日趋激烈的竞争态势，如果公司没有做好在各方面与时俱进的规划布局，即使拥有好的技术与产品，也可能面临市场竞争的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com