太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020 年 12 月 25 日

公司深度报告

买入/首次

科前生物（688526）

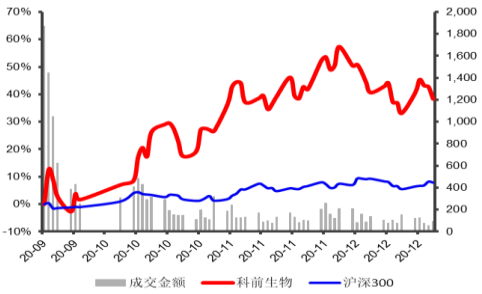
目标价：56.55

前日收盘：40

农林牧渔

科前生物：兽用疫苗细分赛道龙头，竞争优势突出，业绩持续向好

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)：	465/80
总市值/流通(百万元)：	18,600/3,190
12 个月最高/最低(元)：	49.70/30.71

相关研究报告：

证券分析师：程晓东
联系电话：010-88321761
E-MAIL：chengxd@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190512050002

报告摘要

1、 兽用疫苗细分赛道龙头，产品市占率第一

公司专注兽用疫苗研发和产销，目前产品以猪用疫苗为主，辅以禽用疫苗等。2019 年，公司猪用疫苗收入为 47961.42 万元，占全部营收的 95.55%；猪用疫苗毛利为 38822.07 万元，占全部毛利的 97.51%。研发优势突出，共获得 2 项国家科学技术进步奖二等奖、5 项湖北省科技进步奖一等奖、5 项国家重点新产品证书。公司是猪用非强免疫苗市场的龙头。据中国兽药协会统计数据，2017 年和 2018 年，公司在国内非国家强制免疫兽用生物制品市场销售收入排名第二、在国内非国家强制免疫猪用生物制品市场销售收入排名第一。

2、多种模式并举，研发创新实力持续提高

合作研发是推动公司创新发展的主动力。合作研发深度绑定华中农大，同时也积极推进与其他第三方的合作。截至 2020 年 9 月，公司共取得了 32 项新兽药注册证书，其中与华中农大合作研发的有 27 项，与其他第三方合作研发的有 4 项。2017-2019 年，通过合作研发取得新兽药注册证书产品和取得技术实施许可产品所产生的收入占当期总营收的比例分别为 91.59%、92.01%和 89.29%。其中，与华中农大合作研发取得新兽药注册证书产品及取得技术实施许可产品所产生的收入占当期总营收的比例分别为 83.68%、80.11%和 76.44%。与此同时，公司十分注重独立研发能力的建设，组建了完整的人才队伍、自主研发体系，完全具备独立完成新兽药研发的能力。2017-2019 年，公司独立研发产品收入占总营收的比重分别为 8.41%、7.99%和 10.71%。随着独立研发体系的完善，公司研发创新实力不断提升。

3、核心产品处于优质赛道，市占率持续领先

公司猪用疫苗当家产品有猪伪狂犬病疫苗、猪流行性腹泻变异毒株疫苗、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（WH 株）。2019 年，这三类产品实现营收 35829.97 万元，在猪苗营收中的占比为 74.71%，在总营收中的占比为 71%。核心疫苗产品基本上是生猪养殖集团必免品种。据测算，这三大类疫苗现有市场容量分别约为 10 亿元、5 亿元和 15 亿元，合计超过 30 亿元以上，占据了猪用非强免苗市场的半壁江山。

核心产品市占率始终保持领先，竞争优势突出。1）猪伪狂犬病疫苗，于 2005、2006 年先后推出了猪伪狂犬病灭活疫苗、猪伪狂犬病活疫苗（HB-98 株），2016 年研发推出了迭代新品猪伪狂犬病耐热

保护剂活疫苗（HB2000 株）。2017-2018 年，猪伪狂犬病疫苗的市场份额分别为 28.92%和 34.5%，连续两年排名第一。2）猪圆环病毒疫苗，在 2012 年推出了针对变异株的圆环病毒 2 型灭活疫苗（WH 株），上市以来受到市场认可。2017-2018 年，圆环病毒疫苗市场份额分别为 6.03%和 6.34%，市场排名分别为第四和第六。3）猪胃肠炎、腹泻二联疫苗。针对变异毒株于 2016、2017 年率先推出猪传染性胃肠炎、流行性腹泻二联灭活疫苗（WH-1 株+AJ1102 株）和猪传染性胃肠炎、流行性腹泻二联活疫苗（WH-1R 株+AJ1102-R 株）。2017-2018 年，猪胃肠炎、腹泻二联疫苗市场份额分别为 13.22%和 18.85%，连续两年市场排名第二。

4、未来三年业绩有望持续向好

16-18 年，公司业绩持续增长，净利润复合增速为 39.88%。2019 年，公司业绩有所下滑，主因在于下游养殖业受到非洲猪瘟的影响，生猪存栏及疫苗需求出现下滑，导致公司产品销售有所萎缩。2020 年，随着生猪存栏修复，猪用疫苗需求回暖，公司利润恢复快速增长。预计未来三年，伴随生猪存栏修复和行业景气回升，业绩有望持续向好。

盈利预测

我们预计 2020/2021/2022 年归母净利润 4.07/6.3/7.52 亿元，给予公司 22 年 35 倍 PE，目标市值 263 亿元，给予“买入”评级。

风险提示

存栏修复不及预期，疫苗行业竞争加剧，新品上市进度不达预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	**508**	**769**	**1161**	**1382**
(+/-%)	-31.0%	51.4%	51.1%	19.1%
净利润(百万元)	**243**	**406**	**630**	**753**
(+/-%)	-37.6%	67.3%	55.2%	19.5%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.87	1.36	1.62
市盈率(PE)	59.35	45.83	29.52	24.70

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、兽用疫苗细分赛道龙头，核心产品市占率领先 5

（一）猪用非强免疫苗龙头，产品市占率领先 5
（二）业绩向上拐点明确 6

二、多种模式并举，研发创新能力不断提高 7

（一）合作研发和独立研发并举，研发实力持续增强 7
（二）核心产品市占率持续领先，竞争优势明显 10
（三）储备产品丰富，梯队优势凸显 12

三、布局禽苗和微生态制剂，培育新的增长点 13

（一）布局禽苗，产能扩张在即 13
（二）布局微生态制剂，有望成为潜在增长点 14

四、募投项目和盈利预测 15

（一）募投项目有利于解决产能瓶颈问题，进一步提升研发水平 15
（二）盈利预测与投资建议 16

图表目录

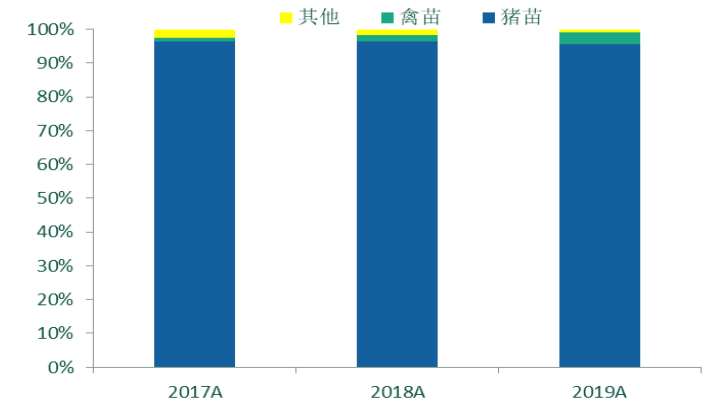
图表 1 17-19 年，公司猪苗收入在总营收的占比 5
图表 2 17-19 年，公司猪苗毛利在毛利总额的占比 5
图表 3 公司共同实控人持股图 5
图表 4 16-20/Q3，公司主营业务收入及 YOY 6
图表 5 16-20/Q3 公司归母净利润及 YOY 6
图表 6 17-19 年，公司合作研发及授权产品收入占比 7
图表 7 17-19 年，与华农/第三方合作研发收入占比 7
图表 8 公司合作研发取得新兽药注册证书产品 8
图表 9 公司通过技术许可取得的 8 项研究成果 9
图表 10 17-19 年，公司独立研发产品收入占当年营收的比重 9
图表 11 17-19 年，科前研发投入在营收占比稳中有升 10
图表 12 17-19 年，科前研发人员占比高于同行 10
图表 13 17/18 年，公司核心产品市场容量合计约 30 亿元 11
图表 14 17-19 年，公司猪用疫苗核心产品营收及占比 11
图表 15 公司猪用疫苗重点产品销量占市场总量的比例和排名 12
图表 16 公司已提交新药注册申请的 16 项新品 12
图表 17 公司禽苗上市产品和储备产品 13
图表 18 17-19 年，公司禽苗业务毛利率整体上升 14
图表 19 公司募投项目情况 15
图表 20 17-19 年，公司疫苗产能情况（万毫升/头份） 15
图表 21 17-19 年，公司疫苗产能利用率情况 15
图表 22 财务预测表 17

一、兽用疫苗细分赛道龙头，核心产品市占率领先

（一）猪用非强免疫苗龙头，产品市占率领先

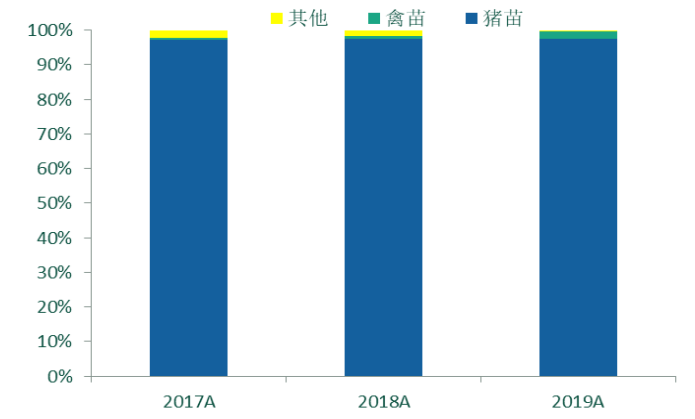
公司成立于 2001 年，是一家致力于兽用生物制品研发、生产、销售及动物防疫技术服务的企业。产品以猪用疫苗为主，辅以禽用疫苗等。2019 年，公司猪用疫苗收入为 47961.42 万元，占全部营收的 95.55%；猪用疫苗毛利为 38822.07 万元，占全部毛利的 97.51%。公司研发优势突出，共获得 2 项国家科学技术进步奖二等奖、5 项湖北省科技进步奖一等奖、5 项国家重点新产品证书。据中国兽药协会统计数据，2017 和 2018 年，公司在国内非国家强制免疫兽用生物制品市场销售收入排名第二、在国内非国家强制免疫猪用生物制品市场销售收入排名第一。

图表 1 17-19 年，公司猪苗收入在总营收的占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

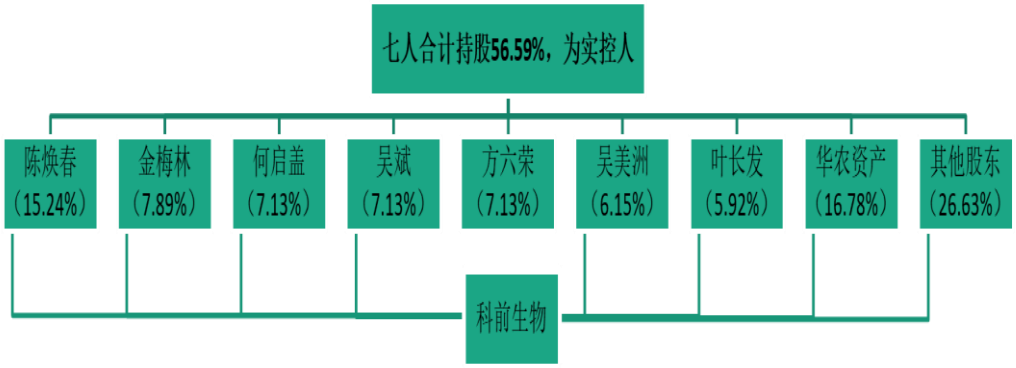
图表 2 17-19 年，公司猪苗毛利在毛利总额的占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司实控人为陈焕春、金梅林、何启盖、吴斌、方六荣、吴美洲和叶长发等七名自然人，合计持股 2.63 亿股，占发行后总股本的 56.59%。陈焕春是中国工程院院士，动物疫病防控领域的专家，在华中农大动物医学院担任博士生导师教授，现兼任中国兽医协会会长、华中农大农业微生物学国家重点实验室学术委员会主任等。陈院士率先确定了猪伪狂犬病在中国的爆发流行，阐明了中国猪伪狂犬病的五大临床症状，研制了疫苗，提出了我国伪狂犬病的根除计划，克隆、测序了 100 余株病毒和 30 余种细菌的全基因组序列。其余六人均属于以陈焕春为核心的华中农大动物传染病实验室的科研团队。

图表 3 公司共同实控人持股图

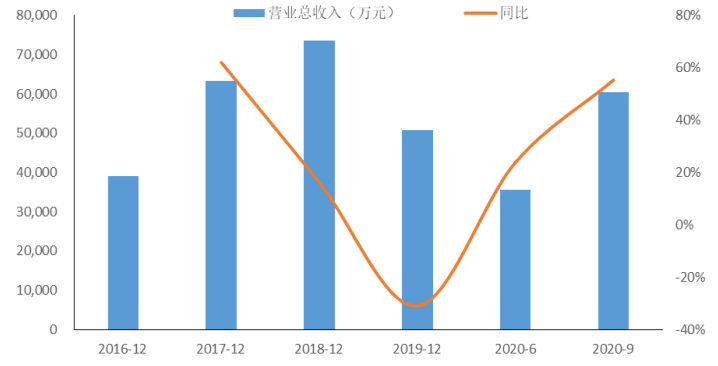


资料来源：IPO 资料，太平洋证券整理

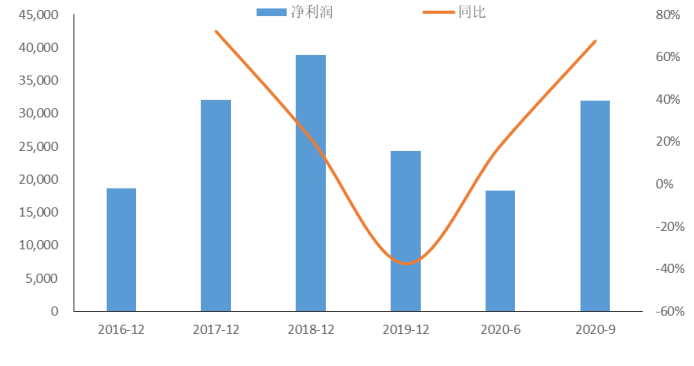
（二）业绩向上拐点明确

公司近几年的业绩保持了快速增长势头。16-18 年，公司营收从 3.9 亿元增至 7.35 亿元，复合增速为 37.24%；扣非后归母净利润从 1.8 亿元增至 3.52 亿元，复合增速为 39.88%。2019 年，公司营收和净利润出现下滑，主因在于下游养殖业受到非洲猪瘟的影响，生猪存栏及疫苗需求出现下滑，导致公司产品销售有所萎缩。进入 2020 年，随着生猪存栏修复和景气回升，公司利润恢复快速增长。2020 年前 3Q，实现收入 6.04 亿元，同比增 55.37%；实现归母净利润 3.19 亿元，同比增 67.48%。其中，20 年单 3Q，实现营收 2.49 亿元，同比增 143.75%，增速较单 2Q 提高 105 个百分点；实现归母净利润 1.36 亿元，同比增长 279.11%，增速较单 2Q 提高 259 个百分点。

图表 4 16-20/Q3，公司主营业务收入及 YOY



图表 5 16-20/Q3 公司归母净利润及 YOY



资料来源：WIND，太平洋证券整理

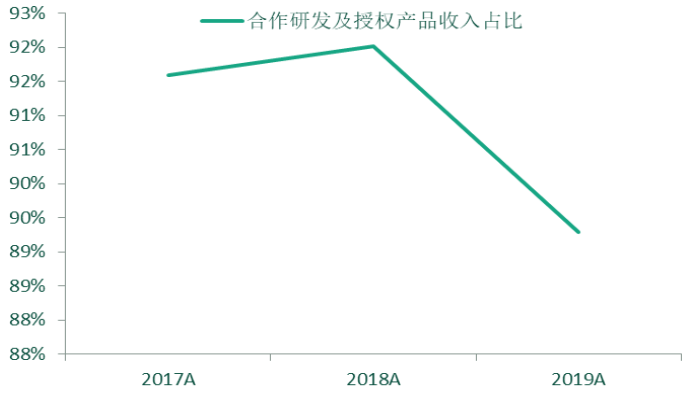
资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、多种模式并举，研发创新能力持续提升

（一）合作研发和独立研发并举，研发实力持续增强

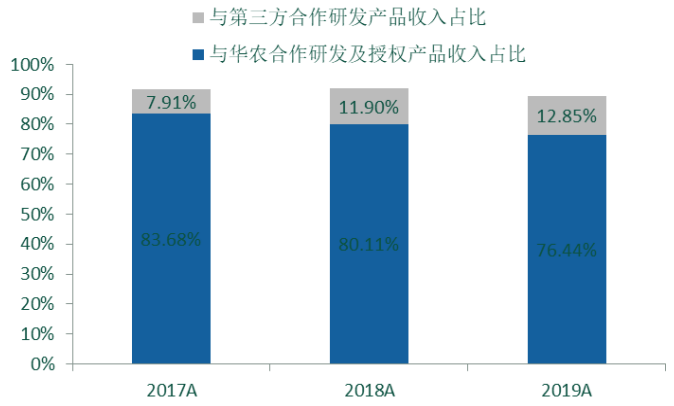
合作研发深度绑定华中农大，同时积极推进与其他第三方的合作。合作研发是动物疫苗行业主流的研发模式。公司合作研发深度绑定华中农大，同时也积极推进与其他第三方的合作。之所以把华中农大作为主要合作对象，主要有两方面的原因：首先，华中农大通过华农资产公司间接持有发行人的股份，且主要大股东陈焕春院士等人在华农担任教职，公司与华农之间的联系紧密。其次，华中农大在动物疫病防控领域积淀深厚，拥有农业微生物学国家重点实验室等基础理论研究平台，是国内动物疫病防控领域的重要教学和研究基地。公司目前已经建立起合作关系的其他第三方机构有中监所、哈兽研、哈尔滨动物生物制品国家工程研究中心等。

图表 6 17-19 年，公司合作研发及授权产品收入占比



资料来源：IPO 资料，太平洋证券整理

图表 7 17-19 年，与华农/第三方合作研发收入占比



资料来源：IPO 资料，太平洋证券整理

合作研发构成公司创新发展的主动力。截至 2020 年 9 月，公司共取得了 32 项新兽药注册证书，其中与华中农大合作研发的有 27 项，与其他第三方合作研发的有 4 项。2017-2019 年，公司通过合作研发取得新兽药注册证书产品和取得技术实施许可产品所产生的收入占当期总营收的比例分别为 91.59%、92.01%和 89.29%。其中，与华中农大合作研发取得新兽药注册证书产品及取得技术实施许可产品所产生的收入占当期总营收的比例分别为 83.68%、80.11%和 76.44%；与其他第三方合作研发取得新兽药注册证书产品及取得技术实

施许可产品所产生的收入占当年营收的比例分别为 7.91%、11.9%和 12.85%。

图表 8 公司合作研发取得新兽药注册证书产品

序号	新兽药名称	新兽药注册号	新兽药类别	取得方式	权力共有人
1	猪乙型脑炎乳胶凝集试验抗体检测试剂盒	（2006）新兽药证字 60 号	三类	合作研发	华农
2	猪细小病毒病灭活疫苗（WH-1 株）	（2006）新兽药证字 71 号	三类	合作研发	华农
3	猪传染性胸膜肺炎三价灭活疫苗	（2006）新兽药证字 68 号	二类	合作研发	华农
4	猪伪狂犬病病毒 ELISA 抗体检测试剂盒	（2007）新兽药证字 07 号	三类	合作研发	华农
5	副猪嗜血杆菌病灭活疫苗	（2007）新兽药证字 20 号	二类	合作研发	华农
6	猪乙型脑炎活疫苗（SA14-14-2 株）	（2007）新兽药证字 34 号	三类	合作研发	华农
7	禽流感病毒 ELISA 检测试剂盒	（2007）新兽药证字 37 号	三类	合作研发	华农
8	禽流感病毒乳胶凝集试验检测试剂盒	（2007）新兽药证字 38 号	三类	合作研发	华农
9	禽流感病毒检测试纸条	（2010）新兽药证字 11 号	三类	合作研发	华农
10	猪萎缩性鼻炎灭活疫苗（波氏杆菌 JB5 株）	（2010）新兽药证字 16 号	三类	合作研发	华农
11	猪胸膜肺炎放线杆菌 ApxIV-ELISA 抗体检测试剂盒	（2010）新兽药证字 49 号	二类	合作研发	华农
12	猪伪狂犬病病毒 gE 蛋白 ELISA 抗体检测试剂盒	（2010）新兽药证字 46 号	三类	合作研发	华农
13	猪链球菌病灭活疫苗（马链球菌兽疫亚种+猪链球菌 2 型+猪链球菌 7 型）	（2011）新兽药证字 16 号	三类	合作研发	华农
14	猪链球菌 2 型 ELISA 抗体检测试剂盒	（2012）新兽药证字 31 号	二类	合作研发	华农
15	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（WH 株）	（2012）新兽药证字 32 号	三类	合作研发	华农
16	牛分枝杆菌 MPB70/83 抗体检测试纸条	（2012）新兽药证字 35 号	二类	合作研发	华农
17	猪流感病毒（H1 亚型） ELISA 抗体检测试剂盒	（2013）新兽药证字 5 号	二类	合作研发	华农
18	牛分枝杆菌 ELISA 抗体检测试剂盒	（2013）新兽药证字 7 号	二类	合作研发	华农
19	猪繁殖与呼吸综合征病毒 ELISA 抗体检测试剂盒	（2014）新兽药证字 41 号	三类	合作研发	华农
20	猪流感病毒 H1N1 亚型灭活疫苗（TJ 株）	（2015）新兽药证字 01 号	二类	合作研发	华农
21	猪乙型脑炎病毒 ELISA 抗体检测试剂盒	（2016）新兽药证字 65 号	三类	合作研发	华农
22	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联灭活疫苗（WH-1 株+AJ1102 株）	（2016）新兽药证字 66 号	三类	合作研发	华农
23	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗（WH-1R 株+AJ1102-R 株）	（2017）新兽药证字 63 号	三类	合作研发	华农
24	牛结核病 γ-干扰素 ELISA 检测试剂盒	（2019）新兽药证字 7 号	二类	合作研发	华农
25	猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗	（2019）新兽药证字 9 号	一类	合作研发	华农
26	猪链球菌病活疫苗（SS2-RD 株）	（2019）新兽药证字 10 号	三类	合作研发	华农
27	猪瘟病毒 E2 蛋白重组杆状病毒灭活疫苗（WH-09 株）	（2020）新兽药证字 25 号	三类	合作研发	华农
28	猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联灭活疫苗（LT 株+MD0322 株+SH0165 株）	（2016）新兽药证字 69 号	三类	独立研发	

29	狂犬病灭活疫苗（SAD 株）	（2011）新兽药证字 49 号	三类	合作研发	同泰生物等
30	布鲁氏菌 cELISA 抗体检测试剂盒	（2013）新兽药证字 27 号	二类	合作研发	哈兽研、中监所等
31	猪支原体肺炎灭活疫苗	（2015）新兽药证字 11 号	三类	合作研发	北京生泰尔等
32	猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（HB2000 株）	（2016）新兽药证字 20 号	三类	合作研发	中监所、中牧股份等

资料来源：IPO 资料，太平洋证券整理

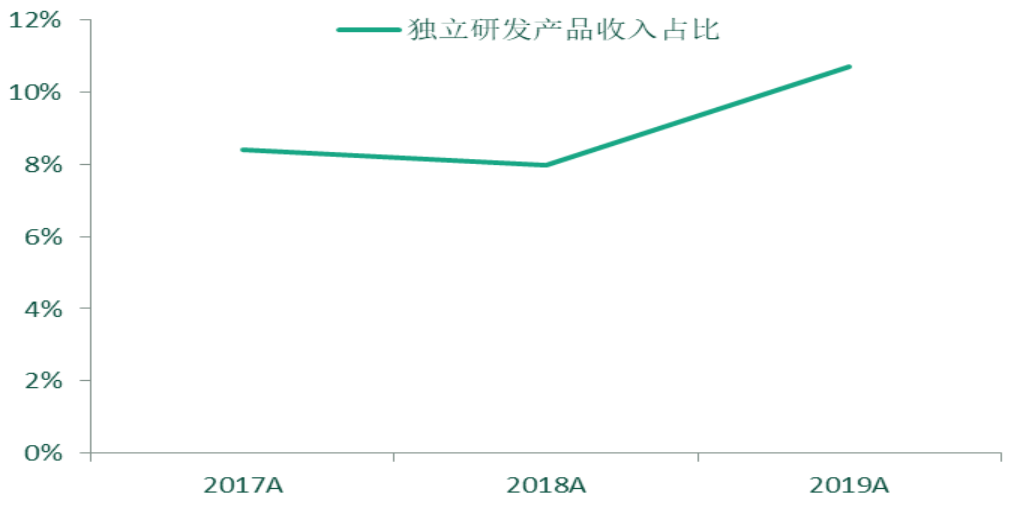
图表 9 公司通过技术许可取得的 8 项研究成果

序号	许可方	相关技术名称	许可期限
1	华中农大	猪伪狂犬病活疫苗（HB—98 株）	公司存续期内
2	华中农大	猪伪狂犬病灭活疫苗	公司存续期内
3	中国动物疫病预防控制中心	高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（JXA1-R 株）	2017/9/13-2032/9/12
4	江苏省农业科学院	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感（H9 亚型）三联灭活疫苗（LaSota 株+M41 株+NJ02 株）	2017/9/7-2037/9/7
5	北京市农林科学院	鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗	2013/10/18-2033/10/17
6	北京市农林科学院	鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征三联灭活疫苗	2013/10/18-2033/10/17
7	军事医学科学院军事兽医研究所	犬狂犬病、犬瘟热、犬副流感、犬传染性肝炎、犬细小病毒性肠炎五联活疫苗	2012/6/19-2022/6/18
8	浙江大学	猪圆环病毒 2-dCap-EIISA 抗体检测试剂盒	2019/3/21-2048/12/31

资料来源：IPO 资料，太平洋证券整理

积极开展独立研发，创新能力有望持续提升。公司十分注重独立研发，持续推进独立研发能力的建设，目前已经建立了一支 150 余人的研发队伍，专业涵盖了预防兽医学、动物医学、动物科学、细胞生物学、微生物学、生物工程等与兽用生物制品行业紧密相关的领域，建成了完整的自主研发体系，具备独立完成新兽药研发过程中的基础性研究、实验室研究、中试研究、临床研究和新兽药注册等全部环节的能力。公司通过独立研发取得了猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联灭活疫苗（LT 株+MD0322 株+SH0165 株）的新兽药注册证书。2017-2019 年，公司独立研发产品收入占总营收的比重分别为 8.41%、7.99%和 10.71%。随着独立研发体系的进一步完善，公司研发实力将持续增强。

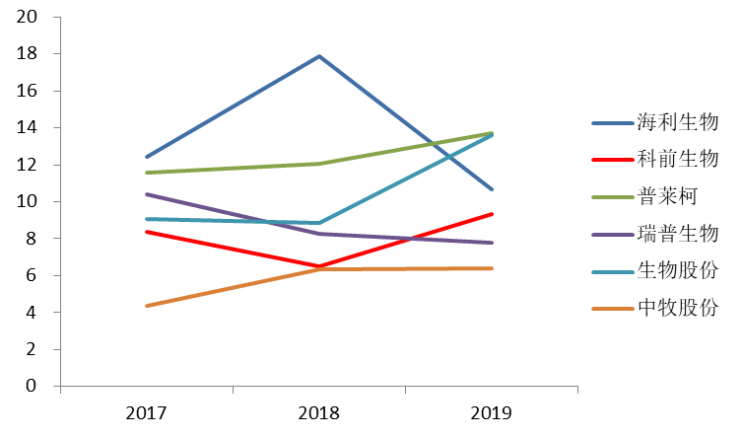
图表 10 17-19 年，公司独立研发产品收入占当年营收的比重



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

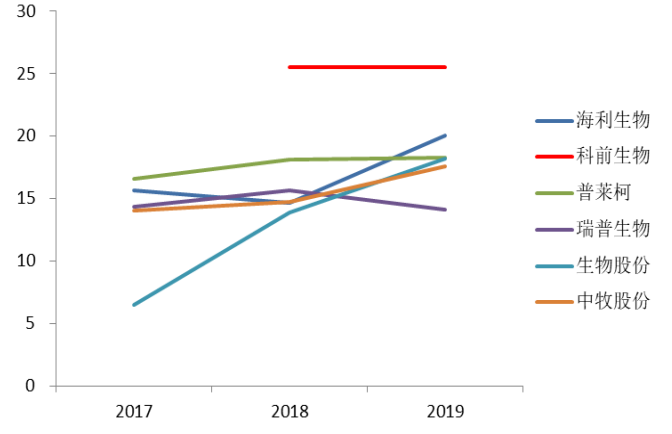
高投入打造强研发创新实力。公司在人员队伍建设方面持续领先同行，资金投入水平近年来稳中有升。2018-2019 年，公司研发人员占比约为 25%，这一比例明显高于同行。2017-2019 年，公司研发投入占总营收的比重整体呈上升趋势，凸显对研发的重视。凭借较高的投入水平，公司研发创新实力也有望持续增强。

图表 11 17-19 年，科前研发投入在营收占比稳中有升



资料来源：IPO 资料，WIND，太平洋证券整理

图表 12 17-19 年，科前研发人员占比高于同行



资料来源：IPO 资料，WIND，太平洋证券整理

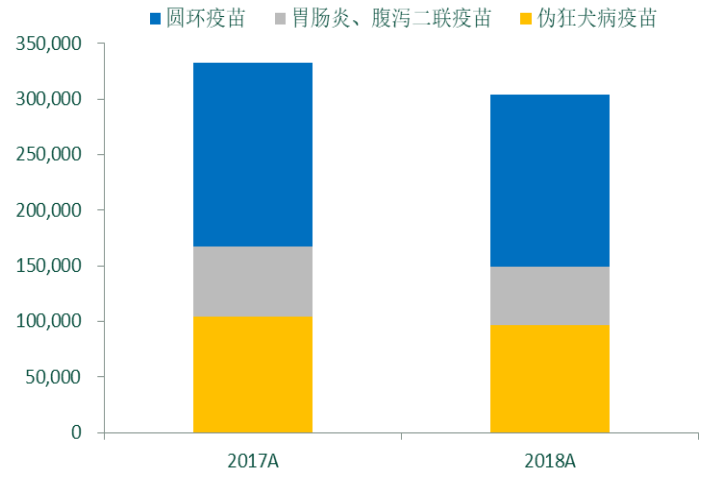
（二）核心产品市占率持续领先，竞争优势明显

公司研发创新成果丰富，猪用疫苗产品覆盖了大多数疫病。目前，公司可生产 50 多个兽用生物制品类产品，是行业内产品种类最为丰富的企业之一。其中，猪用疫苗产品已经

覆盖了生猪生长周期的大多数疫病。

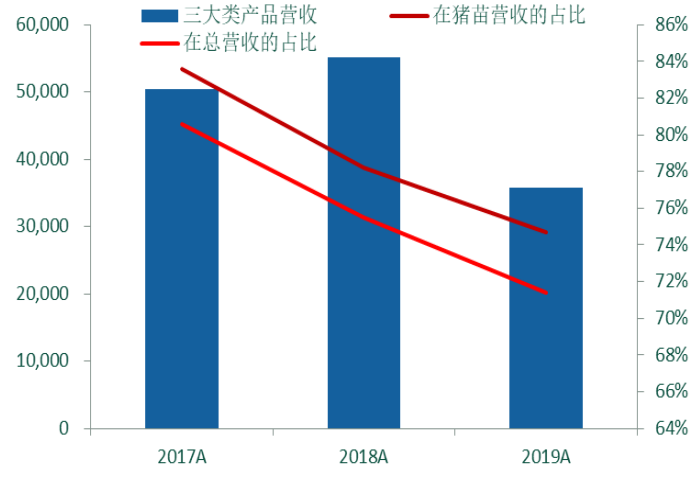
核心产品市场市场容量大，是优质赛道。公司猪用疫苗核心产品主要包括猪伪狂犬病疫苗、猪流行性腹泻变异毒株疫苗、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（WH 株）。2019 年，公司伪狂犬病疫苗、圆环病毒疫苗和胃肠炎、腹泻二联苗这三类产品实现营收 3.58 亿元，在公司猪苗营收的占比为 74.71%，在总营收的占比为 71%。核心产品基本上是生猪养殖集团必免的品种。据测算，这三大类产品现有市场容量分别约为 10 亿元、5 亿元和 15 亿元，合计超过 30 亿元以上，至少占据了猪用非强免苗的半壁江山。

图表 13 17/18 年，公司核心产品市场容量合计约 30 亿元



资料来源：IPO 资料，太平洋证券整理

图表 14 17-19 年，公司猪用疫苗核心产品营收及占比



资料来源：IPO 资料，太平洋证券整理

持续推出创新产品，市占率保持领先。1）猪伪狂犬病疫苗，公司在 2005、2006 年先后推出了猪伪狂犬病灭活疫苗、猪伪狂犬病活疫苗（HB-98 株），在 2016 年推出了迭代新品猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（HB2000 株）。其中，猪伪狂犬病活疫苗使用了中国本土分离的毒株，毒株匹配性更高、免疫效果更好、更加适合中国生猪疫病的防控。同时，推出了应用我国本土分离出的猪源毒株制备的猪伪狂犬病灭活疫苗，藉此成为业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，活疫苗和灭活疫苗结合使用可用于规模化猪场伪狂犬病的净化。2017-2018 年，猪伪狂犬病疫苗的市场份额分别为 28.92%和 34.5%，连续两年排名第一。2）猪圆环病毒疫苗，公司在 2012 年推出了针对变异株的圆环病毒 2 型灭活疫苗（WH 株），上市以来越来越受到市场用户的认可。2017-2018 年，圆环病毒疫苗市场份额分别为 6.03%和 6.34%，市场排名分别为第四和第六。3）猪胃肠炎、腹泻二联

疫苗。公司于 2016、2017 年先后推出的猪传染性胃肠炎、流行性腹泻二联灭活疫苗（WH-1 株+AJ1102 株）和猪传染性胃肠炎、流行性腹泻二联活疫苗（WH-1R 株+AJ1102-R 株）是国内率先正式批准上市的变异株流行性腹泻疫苗，特别适合变异流行性腹泻病毒的防控。2017-2018 年，猪胃肠炎、腹泻二联疫苗市场份额分别为 13.22%和 18.85%，连续两年市场排名第二。

此外，公司分别于 2005、2006 和 2015 年先后推出了猪细小病毒病疫苗、猪支原体肺炎疫苗、猪乙型脑炎疫苗等创新产品。2017-2018 年，这些产品的市场份额和市场排名都位居前列。

图表 15 公司猪用疫苗重点产品销量占市场总量的比例和排名

产品名称	2018 年度		2017 年度	
	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名
猪伪狂犬病疫苗	34.50%	1	28.92%	1
猪细小病毒病疫苗	23.81%	2	30.46%	1
猪胃肠炎、腹泻二联疫苗	18.85%	2	13.22%	2
猪支原体肺炎疫苗	20.77%	2	19.81%	2
猪乙型脑炎疫苗	16.67%	3	30.98%	1
猪圆环疫苗	6.34%	6	6.03%	4

资料来源：公司 IPO 资料，太平洋证券整理

（三）后备成果丰富，产品梯队优势明显

拥有丰富的后备成果，产品梯队优势明显。截至 2020 年 9 月，公司已经在提交新兽药注册申请的兽用生物制品有 16 项，正在研发的有 20 项。后备产品多以升级版的多联多价苗和基因工程苗为主，如已经提交注册申请的猪伪狂犬病 gE 缺失灭活疫苗、正在研发的猪伪狂犬基因缺失疫苗（SDN8 株）和猪伪狂犬病基因工程活疫苗是猪伪狂犬病活疫苗（HB-98 株）、（HB-2000 株）的迭代产品，猪圆环病毒 2 型活疫苗（WH-F110）是猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（WH 株）的迭代产品。随着升级迭代产品的推出，产品梯队优势愈加凸显。

猪瘟 E2 疫苗有望成为大单品，增量值得期待。2020 年 9 月，公司与华中农大等合作研发获得兽药注册证书的新品猪瘟病毒 E2 蛋白重组杆状病毒灭活疫苗（WH09 株）获批上市，该产品可用于猪场猪瘟病毒的净化，市场前景广阔，且目前市面上仅有 1 个竞品。我们预计，该产品在未来 2-3 年内将成长为销售收入过亿元的大单品，业绩增量值得期待。

图表 16 公司已提交新药注册申请的 16 项新品

序号	产品名称	研发模式	合作对象	预计注册时间

1	猪伪狂犬病 gE 缺失灭活疫苗	合作研发	华中农大	半年后
2	鸭坦布苏病毒病灭活疫苗（DF2 株）	合作研发	华中农大	1 年后
3	猪流行性腹泻病毒 ELISA 抗体检测试剂盒	合作研发	华中农大	1 年后
4	猪传染性胸膜肺炎基因缺失活疫苗	合作研发	华中农大	1 年半
5	猪圆环病毒 2 型、副猪嗜血杆菌二联亚单位疫苗	合作研发	华中农大	1 年半后
6	非洲猪瘟病毒实时荧光 PCR 检测试剂盒	合作研发	华中农大、湖南省动物疫苗预防控制中心、湖南国测生物	1 年后
7	牛支原体竞争 ELISA 抗体检测试剂盒	合作研发	华中农大	2 年后
8	猪 δ 冠状病毒灭活疫苗（CHN-HN-2014 株）	合作研发	华中农大	2 年半后
9	非洲猪瘟病毒间接 ELISA 抗体检测试剂盒	合作研发	华中农大	2 年半后
10	牛支原体活疫苗（M.bovisHB0801-150 株）	合作研发	华中农大	3 年后
11	猪瘟病毒阻断 ELISA 抗体检测试剂盒	合作研发	中国兽医药品监检所	半年后
12	猪瘟病毒（CSFV）间接免疫荧光检测试剂盒	合作研发	中国兽医药品监检所	2 年后
13	猪瘟、猪伪狂犬病二联活疫苗	合作研发	中国兽医药品监检所	2 年半后
14	猪支原体肺炎、副猪嗜血杆菌病二联灭活疫苗	合作研发	中国兽医药品监检所	3 年后
15	猪伪狂犬病抗体检测试剂盒（gB）	合作研发	中牧股份	1 年半后
16	猪伪狂犬病抗体检测试剂盒（gE）	合作研发	中牧股份	1 年半后

资料来源：IPO 资料，太平洋证券整理

三、布局禽苗和微生态制剂，培育新的增长点

（一）布局禽苗，产能将大幅扩张

公司除大力拓展猪用疫苗业务外，同时积极布局禽苗业务，现已上市 7 个相关产品，覆盖了禽生长周期之中的重要疾病（不包括国家强制免疫的 H5+H7 亚型禽流感），如新城疫、支气管炎、禽流感（H9 亚型）、马立克氏病、法氏囊病等，还有 4 个后备产品正处于新兽药注册证书申请阶段或试验阶段。无论是已上市产品，还是后备产品都以多联多价苗或基因工程苗为主，具有较强的竞争力。2017-2019 年，禽苗业务毛利率分别为 38.57%、48.81%和 46.92%。整体呈上升趋势，主要得益于产量上升以后产能利用率得到提升，以及自身生产工艺的优化。与普莱柯、瑞普生物相比，公司禽苗业务毛利率仍有较大的上升空间。未来，随着募投项目的竣工投产，产能瓶颈约束问题得以解决，叠加工艺技术的进步，以及专业营销团队的组建，禽苗业务有望量利双升。

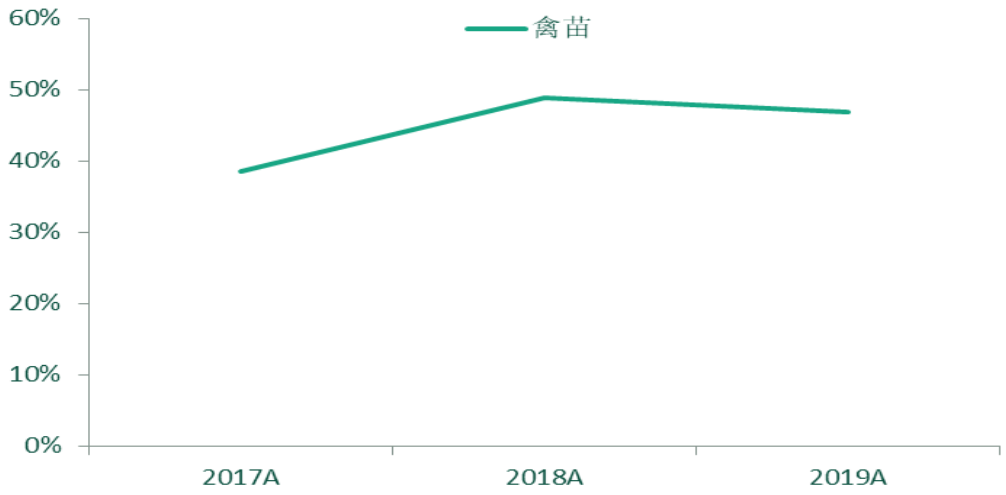
图表 17 公司禽苗上市产品和储备产品

禽苗产品		具体内容
上市产品	多联多价苗	鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗（LaSota 株+H52 株）、

		鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗（LaSota 株+H120 株）、鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗（LaSota 株+WD 株）、鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征三联灭活疫苗（LaSota 株+M41 株+HSH23 株）
	单苗	鸡马立克氏病活疫苗（814 株）、鸡传染性法氏囊病活疫苗（B87 株）、鸡新城疫活疫苗（LaSota 株）
储备产品	多联多价苗或基因苗	鸡新流法腺四联灭活疫苗、鸡马立克氏病毒基因缺失弱毒疫苗
	单苗	鸭坦布苏病毒病灭活疫苗（DF2 株）、I 群禽腺病毒灭活疫苗（4 型、HB-2 株）

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 18 17-19 年，公司禽苗业务毛利率整体上升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（二）布局微生态制剂，有望成为潜在增长点

受益于饲料禁抗政策实施，微生态制剂产业发展前景广阔。微生态制剂是指在微生态理论指导下，运用微生态原理，利用对宿主有益的、活的正常微生物，或者正常微生物促生长物质经过特殊工艺制成的制剂，从而达到调整机体微生态平衡的目的。2020 年 7 月 1 日，国内饲料禁抗政策正式实施，饲料厂将全面停止促生长类抗菌药物饲料添加剂的使用。因此饲料添加剂市场将逐步由以药物添加剂为主，转变为以不含抗生素的功能性添加剂为主，从饲料源头来保证动物源食品的安全。微生态制剂类的饲料添加剂将是饲料添加剂领域未来的主要发展方向。据测算，国内微生态制剂类饲料添加剂的市场容量约在 180 亿元至 200 亿元之间。

微生态制剂业务处于起步阶段。公司组建了子公司科缘生物，取得了多项针对微生态制剂类饲料添加剂的发明专利，目前正在加强人才储备和营销服务体系建设。我们看好微生态制剂的市场前景和公司的研发和营销优势，认为该项业务有望成为潜在的增长点。

四、募投项目和盈利预测

（一）募投项目将解决产能瓶颈问题，助力研发实力再上台阶

公司上市发行募资净额为 11.42 亿元，主要投向动物生物制品产能建设，动物生物制品生产线升级改造、研发中心和营销网络建设、信息化建设和科研创新项目等。募投项目建成后，将解决疫苗现有产能不足的问题，帮助公司研发实力再上一个新的台阶，最终起到扩大竞争优势，提升市场地位的作用。

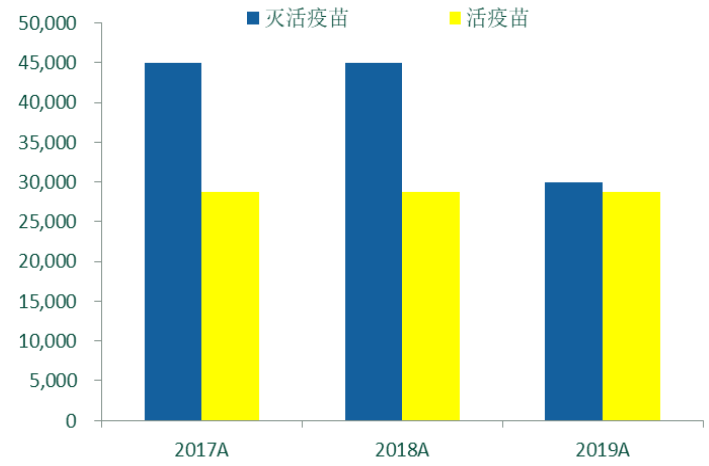
图表 19 公司募投项目基本情况

项目名称	拟用募集资金（亿元）	内容	建设期
动物生物制品产业化建设项目	8.7	年产灭活疫苗 11.33 亿毫升、畜用活疫苗 3.9 亿头份、禽用活疫苗 33 亿羽份、诊断试剂 3,000 万头（羽）份。	4 年，分两年建设
动物生物制品车间技改项目	2.9	达产后年产灭活疫苗 3.44 亿毫升、畜用活疫苗 2.23 亿头份、禽用活疫苗 5.52 亿羽份。本项目建成后年均收入为 47,471.86 万元	1 年
研发中心建设项目	1.4	新建场地，配置先进的研发设备，改善研发环境，引进高端技术人才，完善研发管理制度	2 年
营销与技术服务网络项目	1.3	对武汉总部营销中心和诊断服务中心进行升级，并在郑州等地新建 20 个营销与技术服务网点	2 年
信息化项目	0.4	搭建公司信息化平台	2 年
科研创新项目	1.8	以猪苗为核心，提供专项资金探索生物合成、基因编辑 CRISPR、基因高效表达和抗原的高效纯化等技术应用，推动核心产品和相关工艺的理论验证、临床试验、注册认证、产业化各阶段研发。	
补充流动资金	1		
合计	17.5		

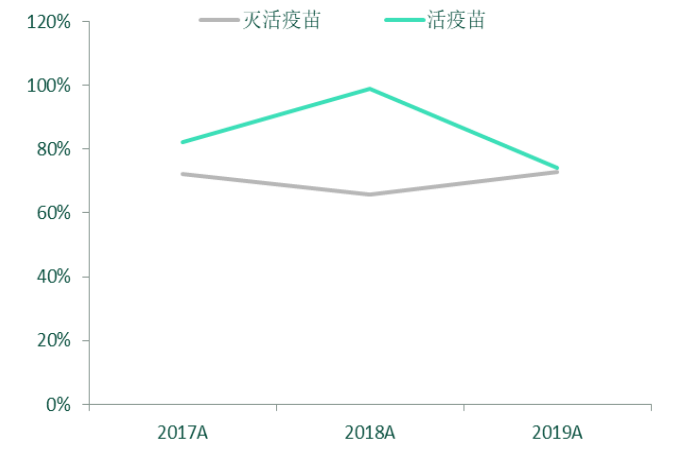
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 20 17-19 年，公司疫苗产能情况（万毫升/头份）

图表 21 17-19 年，公司疫苗产能利用率情况



资料来源：IPO 资料，太平洋证券整理



资料来源：IPO 资料，太平洋证券整理

（二）盈利预测与投资建议

公司作为兽用疫苗优质细分赛道的龙头，产品梯队完整，优势突出，受益于行业景气回升，未来业绩有望持续增长。长远来看，公司依托多年积累的研发优势、工艺优势和服务优势，在兽用非强免苗市场的市场份额有望持续提升。此外，禽苗和微生态制剂业务也有望实现跨越式发展。我们预计 2020/2021/2022 年归母净利润 4.07/6.3/7.52 亿元，给予公司 22 年 35 倍 PE，目标市值 263 亿元，给予“买入”评级。

风险提示：生猪存栏修复不达预期，动保行业竞争加剧，新品上市和推广进度不达预期等。

图表 22 财务预测表

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	611	671	1893	2309	2736
应收和预付款项	101	118	209	267	297
存货	71	63	106	136	159
其他流动资产	111	1	2	2	3
流动资产合计	894	852	2210	2713	3195
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	261	228	369	579	794
在建工程	27	220	360	430	465
无形资产开发支出	33	32	30	28	26
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	15	39	13	20	29
资产总计	1230	1371	2982	3771	4509
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	60	117	75	205	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	294	136	240	268	319
负债合计	354	252	315	474	460
股本	360	360	465	465	465
资本公积	67	67	1104	1104	1104
留存收益	449	692	1098	1728	2481
归母公司股东权益	876	1119	2667	3297	4050
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	876	1119	2667	3297	4050
负债和股东权益	1230	1371	2982	3771	4509

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	352	155	262	682	664
投资性现金流	323	(624)	(214)	(336)	(320)
融资性现金流	(121)	(86)	1174	70	83
现金增加额	554	(555)	1222	416	427

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	735	508	769	1161	1382
营业成本	115	106	143	215	250
营业税金及附加	4	3	5	7	8
销售费用	113	84	122	185	222
管理费用	45	36	47	72	88
财务费用	(1)	(13)	(32)	(70)	(83)
资产减值损失	3	(1)	1	1	(0)
投资收益	26	13	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	482	305	484	751	898
其他非经营损益	452	278	483	750	896
利润总额	452	278	483	750	896
所得税	63	36	77	120	143
净利润	389	243	406	630	753
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归母股东净利润	389	243	406	630	753

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	84.4%	79.1%	81.4%	81.5%	81.9%
销售净利率	52.9%	47.8%	52.8%	54.3%	54.5%
销售收入增长率	16.2%	-31.0%	51.4%	51.1%	19.1%
EBIT 增长率	22%	-41.3%	70.3%	50.7%	19.7%
净利润增长率	21%	-37.6%	67.3%	55.2%	19.5%
ROE	50.2%	24.3%	21.4%	21.1%	20.5%
ROA	36.0%	18.7%	18.6%	18.7%	18.2%
ROIC	53.7%	35.8%	42.6%	45.0%	50.5%
EPS	1.08	0.67	0.87	1.36	1.62
PE(X)	37.02	59.35	45.83	29.52	24.70
PB(X)	16.43	12.87	6.98	5.64	4.59
PS(X)	19.58	28.37	24.20	16.02	13.45
EV/EBITDA(X)	37.75	60.20	34.21	22.66	18.38

农林牧渔行业分析师介绍

程晓东：中国农业大学农学学士、农经硕士，2008 年加入太平洋证券，从事农林牧渔行业研究。主要研究方向涉及畜禽养殖、水产养殖、种子、饲料等相关领域。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.co
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：（8610）88321761

传真：（8610）88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。