

普莱柯 (603566.SH)

买入

2022 年报及 2023 一季报点评：23Q1 归母净利润同比+74.45%，非瘟亚单位疫苗提交应急评审

核心观点

22 年盈利整体承压，23 年盈利同比改善。公司 2022 年实现营业收入 12.28 亿元，较上年同期增加 11.78%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.74 亿元，较上年同期减少 28.68%，业绩下滑明显主要系 2022 年养殖链整体承压，公司猪苗、禽苗毛利率同比有所降低。**(1) 分季度来看：**公司业绩目前整体环比改善趋势，22Q4 营业收入同比+44.95%至 4.02 亿元，归母净利润同比+205.40%至 0.41 亿元，23Q1 营业收入同比+24.61%至 3.06 亿元，归母净利润同比+74.47%至 0.65 亿元，23Q1 收入环比下降主要系今年春节较早导致下游 22Q4 提前备货。**(2) 分业务来看：**猪用疫苗业务受整体低猪价冲击需求影响 2022 年营业收入同比+19%至 4.62 亿元但毛利率同比-0.85pcts 至 81.50%。另外禽用疫苗及抗体、化药分别实现收入 3.77 亿元、3.44 亿元，分别同比变动-1.27%、+13.00%，毛利率分别为 55.02%、44.60%，分别同比变动-5.96pcts、4.34pcts，二者毛利率下滑主要来自结构原因，其中禽苗因为毛利率相对较低的高致病性禽流感疫苗占比增加，化药因为低毛利的消毒水占比增加。23Q1 公司三项主业收入延续同比增长，猪用疫苗、禽用疫苗及抗体、化药收入分别同比增长 19.75%、5.14%、61.07%。

全面翻多养殖板块，看好动保需求回暖。从行业角度来看，生猪板块目前处于底部，受北方非瘟疫情扰动、猪价深度亏损影响，一季度能繁母猪产能去化明显，我们认为随着南方逐步进入雨季，养殖疾病或将进入高发期，或将加速产能的进一步去化，猪价中期有望表现强势，优质猪用疫苗需求或随下游养殖利润修复再次回暖。从公司角度来看，普莱柯猪苗收入占比 30%以上且在圆环疫苗领域占据领先优势，业绩有望受益猪价景气。

非瘟亚单位疫苗提交应急评审，未来有望贡献业绩新增量。据公司介绍，其和兰兽研合作研发的非瘟亚单位疫苗已于 2023 年 4 月初提交应急评审。考虑到公司深度参与相关研发工作且具备亚单位疫苗生产销售经验，假如商业化落地其可能会获得生产资格并占有一定市场份额，届时有望推动公司实现业绩新增量。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，疫苗批发进度不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为国内圆环苗龙头，中期业绩有望受益猪价回暖，长期看好非瘟疫苗研发、规模养殖需求对接带来的成长潜力。我们预计公司 23-25 年归母净为 2.12/2.79/2.99 亿元，EPS 为 0.60/0.79/0.85，对应当前股价 PE 为 42.7/32.3/30.2X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,099	1,228	1,467	1,743	1,938
(+/-%)	18.3%	11.8%	19.5%	18.8%	11.2%
净利润(百万元)	244	174	212	279	299
(+/-%)	7.2%	-28.7%	21.6%	31.9%	7.2%
每股收益(元)	0.76	0.49	0.60	0.79	0.85
EBIT Margin	20.9%	16.1%	14.8%	17.6%	17.2%
净资产收益率 (ROE)	13.6%	6.2%	7.3%	9.1%	9.3%
市盈率 (PE)	33.7	51.9	42.7	32.3	30.2
EV/EBITDA	29.7	35.5	33.9	24.3	22.1
市净率 (PB)	4.57	3.23	3.09	2.95	2.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·动物保健 II

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn S0980523030001

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	25.60 元
总市值/流通市值	9035/8992 百万元
52 周最高价/最低价	34.90/18.12 元
近 3 个月日均成交额	129.60 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《普莱柯 (603566.SH) - 短期非瘟亚单位疫苗有进展，中长期养殖规模化利好动保集中》——2022-04-11

22年盈利整体承压，23年盈利同比改善。公司2022年实现营业收入12.28亿元，较上年同期增加11.78%，实现归属于母公司所有者的净利润1.74亿元，较上年同期减少28.68%，业绩下滑明显主要系2022年养殖链整体承压，公司猪苗、禽苗毛利率同比有所降低。

分季度来看，公司业绩目前整体环比改善趋势，22Q4营业收入同比+44.95%至4.02亿元，归母净利润同比+205.40%至0.41亿元，23Q1营业收入同比+24.61%至3.06亿元，归母净利润同比+74.47%至0.65亿元，23Q1收入环比下降主要系今年春节较早导致下游22Q4提前备货。

分业务来看，受整体低猪价冲击需求影响，公司猪用疫苗业务2022年营业收入同比+19%至4.62亿元，但毛利率同比-0.85pcts至81.50%。另外禽用疫苗及抗体、化药分别实现收入3.77亿元、3.44亿元，分别同比变动-1.27%、+13.00%，毛利率分别为55.02%、44.60%，分别同比变动-5.96pcts、4.34pcts。二者毛利率下滑主要来自结构原因，其中禽苗因为毛利率相对较低的高致病性禽流感疫苗占比增加，化药因为低毛利的消毒水占比增加。23Q1公司三项主业收入延续同比增长，猪用疫苗、禽用疫苗及抗体、化药收入分别同比增长19.75%、5.14%、61.07%。

图1：普莱柯营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：普莱柯单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：普莱柯归母净利润及增速（单位：亿元、%）



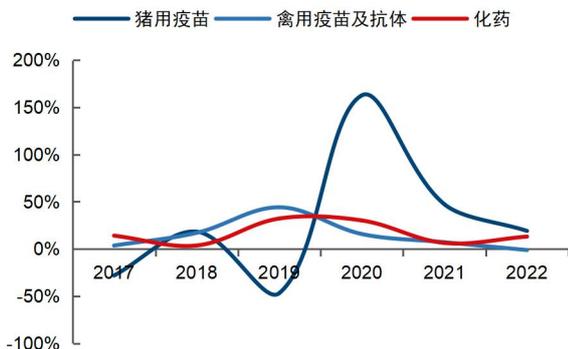
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：普莱柯单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



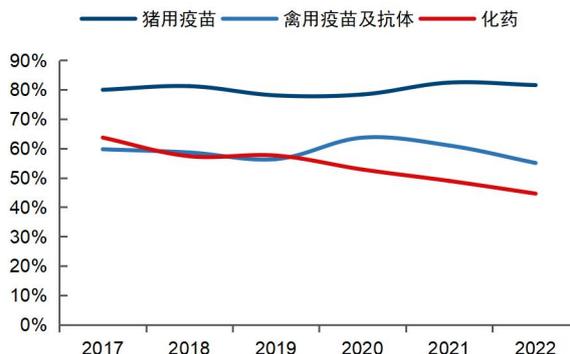
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 普莱柯分业务收入增速情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

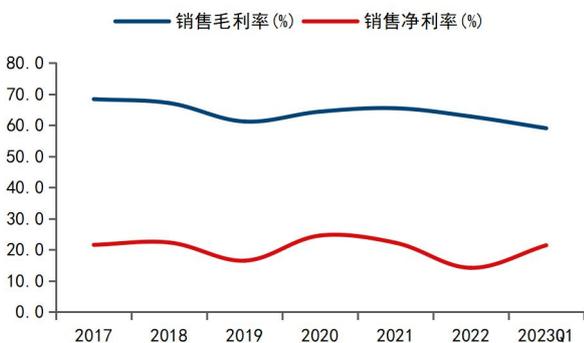
图6: 普莱柯分业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

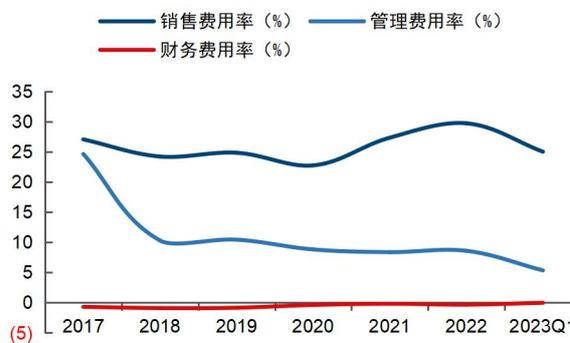
22 年利润率承压，23 年费用率改善。公司 2022 年销售毛利率 62.76%，同比 -2.65pcts，销售净利率 14.18%，同比 -8.04pcts，主要系下游低迷压制需求且费用率有所提升，其中销售费用率 29.70%（+2.39pcts），管理费用率 8.58%（+0.22pcts），财务费用率 -0.33%（-0.14pcts），三项费用率合计 37.95%，同比上升 2.46pct。进入 23 年，公司 Q1 销售毛利率同比下降 2.87pcts 至 58.98%，但销售净利率同比 +6.12pcts 至 21.42%，主要系销售费用和管理费用同比优化明显。

图7: 普莱柯毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

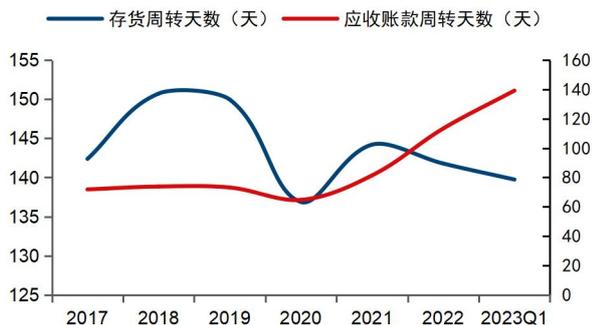
图8: 普莱柯三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

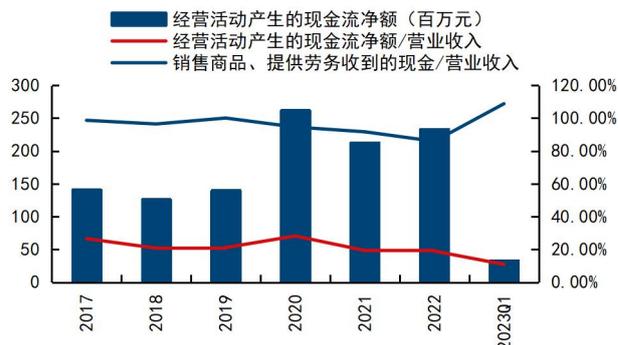
应收账款周转放缓，现金流维持平稳。2022 年公司存货天数为 141.77 天（-1.68%），应收账款周转天数为 133.35 天（+39.26%），一方面系猪价低迷导致养殖户资金紧张，公司销售回款受阻；另一方面系受规模客户拓展影响，销售政策变化导致公司账期总体有所延长。在经营现金流方面，公司 2022 年经营性现金流净额占营业收入比例为 18.98%（-0.37pcts），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 85.89%（+5.78pcts），总体保持平稳。从 23Q1 最新表现来看，随大客户拓展，公司应收账款周转进一步放缓，存货周转和现金流维持平稳。

图9: 普莱柯主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 普莱柯经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。公司作为国内圆环苗龙头, 中期业绩有望受益猪价回暖, 长期看好非瘟疫苗研发、规模养殖需求对接带来的成长潜力。我们预计公司 23-25 年归母净为 2.12/2.79/2.99 亿元, EPS 为 0.60/0.79/0.85, 对应当前股价 PE 为 42.7/32.3/30.2X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	21E	22E	23E	21E	22E	23E			
600195	中牧股份	12.93	132.03	0.51	0.61	0.71	25	21	18	买入		
688526	科前生物	23.99	111.84	1.23	0.88	1.02	20	27	24	买入		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	169	281	1142	755	643	营业收入	1099	1228	1467	1743	1938
应收款项	299	495	603	669	690	营业成本	380	457	564	641	711
存货净额	171	190	232	260	280	营业税金及附加	11	13	16	18	20
其他流动资产	95	714	476	577	799	销售费用	300	365	440	506	573
流动资产合计	733	1680	2454	2261	2413	管理费用	92	105	121	141	156
固定资产	651	944	1206	1442	1644	研发费用	86	90	110	132	145
无形资产及其他	276	286	276	266	255	财务费用	(2)	(4)	2	12	15
投资性房地产	324	268	268	268	268	投资收益	(0)	6	6	4	5
长期股权投资	184	208	208	208	208	资产减值及公允价值变动	20	(26)	6	0	(6)
资产总计	2168	3387	4411	4444	4788	其他收入	(53)	(89)	(110)	(132)	(145)
短期借款及交易性金融负债	0	7	500	300	368	营业利润	285	183	227	298	317
应付款项	49	170	117	145	183	营业外净收支	(0)	1	10	12	11
其他流动负债	297	377	441	499	560	利润总额	284	184	237	310	328
流动负债合计	346	554	1058	944	1111	所得税费用	40	10	25	31	28
长期借款及应付债券	0	0	400	400	400	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	22	34	34	35	40	归属于母公司净利润	244	174	212	279	299
长期负债合计	22	34	434	435	440	现金流量表 (百万元)					
负债合计	368	588	1492	1379	1551	净利润	244	174	212	279	299
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1800	2798	2919	3065	3237	折旧摊销	59	74	93	123	145
负债和股东权益总计	2168	3387	4411	4444	4788	公允价值变动损失	(20)	26	(6)	(0)	6
关键财务与估值指标						财务费用	(2)	(4)	2	12	15
每股收益	0.76	0.49	0.60	0.79	0.85	营运资本变动	69	(565)	99	(107)	(160)
每股红利	0.49	0.18	0.26	0.38	0.36	其它	0	0	0	0	0
每股净资产	5.60	7.93	8.27	8.68	9.17	经营活动现金流	352	(292)	397	295	290
ROIC	13.32%	9.63%	7%	8%	8%	资本开支	0	(329)	(338)	(348)	(343)
ROE	13.56%	6.22%	7.25%	9.11%	9.25%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	65%	63%	62%	63%	63%	投资活动现金流	(7)	(353)	(338)	(348)	(343)
EBIT Margin	21%	16%	15%	18%	17%	权益性融资	(0)	888	0	0	0
EBITDA Margin	26%	22%	21%	25%	25%	负债净变化	0	0	200	0	0
收入增长	18%	12%	19%	19%	11%	支付股利、利息	(157)	(64)	(91)	(134)	(127)
净利润增长率	7%	-29%	22%	32%	7%	其它融资现金流	(115)	(4)	493	(200)	68
资产负债率	17%	17%	34%	31%	32%	融资活动现金流	(430)	756	802	(334)	(59)
股息率	1.7%	0.7%	1.0%	1.5%	1.4%	现金净变动	(85)	112	861	(387)	(112)
P/E	33.7	51.9	42.7	32.3	30.2	货币资金的期初余额	254	169	281	1142	755
P/B	4.6	3.2	3.1	2.9	2.8	货币资金的期末余额	169	281	1142	755	643
EV/EBITDA	29.7	35.5	33.9	24.3	22.1	企业自由现金流	0	(633)	48	(57)	(54)
						权益自由现金流	0	(637)	739	(268)	(0)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032