



优质资源强强联合, 龙头地位进一步巩固

投资要点

- **事件:** 1) 公司以自有资金 6300 万元收购圣维生物股权, 收购完成后公司持股比例为 15%; 2) 公司与圣农发展、圣维生物签署战略合作协议, 旨在实现各方共同发展。
- **点评:** 优质动保企业与头部养殖企业强强联合之合作模式, 推动各方优质资源整合, 促进行业发展。圣农发展是中国规模最大的自养自宰白羽肉鸡专业生产企业; 圣维生物为圣农发展的控股子公司(持股比例为 38.1%) 是一家新兴兽药疫苗生产企业, 是中国东南地区规模最大的动物药品疫苗企业之一, 公司作为头部动保企业, 禽苗市占率位居前列, 三方签订战略合作协议, 实现了合作模式的创新, 将产生良好的示范作用。合作内容包括联合成立家禽疫病防控研究院为圣农集团提供针对性系统解决方案; 共同建设疫病监测预警平台; 打造技术服务体系, 做到快速响应。同时合作约定, 在同等质量且价格不高于圣农从其他第三方采购的情况下将优先从圣维、瑞普采购。此次合作达成, 公司的销售规模及品牌影响力将扩大, 家禽疫病防控知名品牌的市场地位将得到巩固。
- **养殖规模化发展, 动保重视程度提升, 公司客户结构不断优化。** 长期以来的环保要求以及非洲猪瘟的打击, 中国规模养殖户占比不断提升, 2022 年全国生猪出栏 7 亿头, 十家上市生猪养殖企业出栏量合计达 1.2 亿头, 占比达 17% 左右。养殖集团通过“育种种质提升+低蛋白日粮技术探索+疫病防控能力提升+产业链贯通”实现降本增效, 提升抗风险能力。另一方面 2020 年 6 月 1 日, 新版 GMP 正式实施, 明确规定于 2022 年 6 月 1 日前兽药企业需通过新版 GMP 认证, 从而提高兽药行业准入门槛, 淘汰落后产能, 公司拥有完整的产品矩阵并可以为大客户打造疫病防控体系, 差异化服务有效提升集团客户粘性, 公司不断采取优化客户结构, 对于优质规范化的养殖企业加大合作力度, 打造强强联手的基础, 2021 年度公司直销模式实现营业收入 11.7 亿元, 占比达 58.1%, 前五大客户实现销售收入 2 亿元, 同比增长 112.6%。
- **丰富产品矩阵增强竞争实力。** 公司禽流感(H5+H7) 三价灭活疫苗在国内市场占有率位居前列; 畜用疫苗方面, 猪圆环 2 型灭活疫苗、猪传染性胃腹泻二联活疫苗在猪用生物制品市场具备较强竞争力; 兽用化药方面, “禁抗”后畜禽免疫力或将下降, 出现病症时对于服用含有抗生素药物的需求将迎来相应的增长, 公司产品替米考星肠溶颗粒、长效晶体头孢噻唑注射液、癸氧喹酯干混悬剂等多项新兽药属国际首创, 氟苯尼考、沃尼妙林、妥曲珠利三个单品在国际市场占有率排名前列。公司向特定对象发行股票募集资金 13.4 亿元, 产业规模继续扩大, 技术进步升级有利于公司长期发展。募集的资金主要使用的范围包括国际标准兽药制剂自动化工厂建设项目(2 亿元)、天然植物提取产业基地项目(1.5 亿元)、华南生物大规模悬浮培养车间项目(1.6 亿元)、中岸生物改扩建项目(2.5 亿元)等。有助于公司提升自主研发实力, 在基因工程疫苗、疫苗关键核心工艺等领域的创新能力皆有所增强, 长期来看公司发展趋势向好。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.96 元、1.19 元、1.49 元, 对应动态 PE 分别为 21/17/14 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进度不及预期; 产品销售情况不及预期; 养殖业突发疫情等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2007.14	2296.14	2661.09	3154.38
增长率	0.34%	14.40%	15.89%	18.54%
归属母公司净利润(百万元)	412.78	451.34	558.57	697.65
增长率	3.66%	9.34%	23.76%	24.90%
每股收益 EPS(元)	0.88	0.96	1.19	1.49
净资产收益率 ROE	10.03%	10.75%	11.97%	13.48%
PE	23	21	17	14
PB	2.22	2.06	1.88	1.70

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

邮箱: xuq@swsc.com.cn

分析师: 刘佳宜

执业证号: S1250522100003

电话: 021-68415832

邮箱: liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.68
流通 A 股(亿股)	3.26
52 周内股价区间(元)	14.65-22.42
总市值(亿元)	95.71
总资产(亿元)	56.91
每股净资产(元)	8.61

相关研究

1. 瑞普生物(300119): Q3 业绩环比提升, 多板块布局前景光明 (2022-10-26)
2. 瑞普生物(300119): 下游需求有望回暖, 长期业绩向好 (2022-08-26)
3. 瑞普生物(300119): 短期业绩承压, 长期需求回升业绩向好 (2022-04-29)
4. 瑞普生物(300119): 加强集团客户合作, 稳健经营前景向好 (2022-03-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2007.14	2296.14	2661.09	3154.38	净利润	433.59	500.84	608.57	757.65
营业成本	967.37	1064.78	1215.28	1401.42	折旧与摊销	84.33	124.33	124.33	124.33
营业税金及附加	18.97	22.56	25.55	30.44	财务费用	18.78	4.92	-1.94	-3.65
销售费用	378.88	431.67	492.30	567.79	资产减值损失	-0.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	150.28	309.98	345.94	410.07	经营营运资本变动	-205.60	-65.31	-174.03	-214.39
财务费用	18.78	4.92	-1.94	-3.65	其他	52.38	-124.16	-71.24	-83.97
资产减值损失	-0.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	382.63	440.63	485.69	579.97
投资收益	18.47	15.00	15.00	20.00	资本支出	-107.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	113.80	100.00	100.00	100.00	其他	-519.89	318.64	77.67	97.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-627.06	318.64	77.67	97.78
营业利润	499.36	577.22	698.96	868.31	短期借款	188.97	-358.86	-146.63	-85.62
其他非经营损益	-11.57	-4.63	-5.05	-5.59	长期借款	-8.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	487.79	572.59	693.91	862.72	股权融资	1323.44	0.00	0.00	0.00
所得税	54.20	71.75	85.35	105.07	支付股利	-160.09	-165.95	-181.45	-224.56
净利润	433.59	500.84	608.57	757.65	其他	-84.00	-52.07	1.94	3.65
少数股东损益	20.81	49.50	50.00	60.00	筹资活动现金流净额	1260.32	-576.89	-326.14	-306.54
归属母公司股东净利润	412.78	451.34	558.57	697.65	现金流量净额	1015.89	182.38	237.22	371.22
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1310.11	1492.49	1729.71	2100.93	成长能力				
应收和预付款项	683.47	713.88	834.52	998.43	销售收入增长率	0.34%	14.40%	15.89%	18.54%
存货	360.47	397.47	453.75	523.46	营业利润增长率	-2.68%	15.59%	21.09%	24.23%
其他流动资产	707.64	524.57	582.71	635.56	净利润增长率	-1.34%	15.51%	21.51%	24.50%
长期股权投资	275.06	275.06	275.06	275.06	EBITDA 增长率	-5.17%	17.26%	16.26%	20.41%
投资性房地产	51.11	49.04	51.80	53.01	获利能力				
固定资产和在建工程	1178.01	1062.17	946.34	830.51	毛利率	51.80%	53.63%	54.33%	55.57%
无形资产和开发支出	452.82	444.44	436.07	427.69	三费率	27.30%	32.51%	31.43%	30.88%
其他非流动资产	672.10	671.97	671.85	671.73	净利率	21.60%	21.81%	22.87%	24.02%
资产总计	5690.78	5631.11	5981.81	6516.39	ROE	10.03%	10.75%	11.97%	13.48%
短期借款	591.11	232.25	85.62	0.00	ROA	7.62%	8.89%	10.17%	11.63%
应付和预收款项	363.87	377.34	431.72	503.83	ROIC	13.89%	14.38%	16.38%	18.79%
长期借款	90.13	90.13	90.13	90.13	EBITDA/销售收入	30.02%	30.77%	30.87%	31.35%
其他负债	322.01	272.86	288.69	303.69	营运能力				
负债合计	1367.14	972.58	896.17	897.66	总资产周转率	0.42	0.41	0.46	0.50
股本	468.34	468.34	468.34	468.34	固定资产周转率	2.62	3.10	4.26	6.19
资本公积	2222.68	2222.68	2222.68	2222.68	应收账款周转率	3.13	3.22	3.39	3.36
留存收益	1408.70	1694.08	2071.20	2544.28	存货周转率	2.66	2.80	2.85	2.86
归属母公司股东权益	4032.66	4318.04	4695.15	5168.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.35%	—	—	—
少数股东权益	290.99	340.49	390.49	450.49	资本结构				
股东权益合计	4323.65	4658.53	5085.64	5618.73	资产负债率	24.02%	17.27%	14.98%	13.78%
负债和股东权益合计	5690.78	5631.11	5981.81	6516.39	带息债务/总负债	49.83%	33.15%	19.61%	10.04%
					流动比率	2.72	4.29	5.52	6.51
					速动比率	2.40	3.74	4.82	5.71
					股利支付率	38.78%	36.77%	32.49%	32.19%
					每股指标				
					每股收益	0.88	0.96	1.19	1.49
					每股净资产	9.23	9.95	10.86	12.00
					每股经营现金	0.82	0.94	1.04	1.24
					每股股利	0.34	0.35	0.39	0.48
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	602.47	706.48	821.35	988.99					
PE	23.20	21.22	17.15	13.73					
PB	2.22	2.06	1.88	1.70					
PS	4.77	4.17	3.60	3.04					
EV/EBITDA	12.60	10.21	8.26	6.38					
股息率	1.67%	1.73%	1.89%	2.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn