



畜禽产品稳步发展, 布局宠物蓝海赛道

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 禽苗市场领先地位, 畜用产品快速成长, 禁抗令或将推动治疗用抗生素市场需求翻倍, 公司药苗并重, 产品矩阵铸优势; 2) 宠物蓝海赛道千亿级别市场规模, 行业增速20%左右, 公司从宠物医院、医药产品两方面着手布局; 3) 规模养殖占比近六成, 动保重视程度提高, 多渠道销售保障业绩增长。
- 药苗并重, 禽用产品升级提质, 畜用产品快速成长。** 根据2022年年报数据, 公司生物制品实现营收10.3亿元, 其中禽用疫苗实现营收9亿元, 畜用疫苗营收为1.3亿元, 原料药及制剂实现营收9.7亿元。重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗为公司禽用核心产品, 具有全禽通用、全禽源、全基因、全新变异株等特点优势, 另外鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感(H9亚型)三联灭活疫苗已获取生产批文, 该产品将实现一针三防。畜用疫苗方面则主要针对猪圆环、链球菌、猪腹泻、猪细小等疫病生产疫苗。“禁抗”政策促使治疗用抗生素市场需求增加, 参考欧盟禁抗经验, 丹麦1996年治疗类抗生素有效成分48吨, 至2001年上升至94吨, “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。公司化药产品矩阵丰富, 拥有化学药物制剂198种、中兽药84种、清洗消毒类7种、原料药6种、功能添加剂83种, 未来在多方布局、多样产品矩阵及储备的优势下, 公司业绩有望进一步增长。
- 积极布局宠物板块, 公司成长性进一步增强。** 宠物市场为快速成长之蓝海市场, 根据《中国宠物行业白皮书》数据, 2021年中国宠物市场消费规模约2490亿元, 同比增长20.6%。当前我国宠物疫苗市场仍以进口产品为主, 硕腾、英特威、勃林格等头部企业产品多元, 覆盖猫犬的主要品种。目前国内注册产品主要集中在犬用领域。公司布局宠物医院, 李守军先生担任董事长的瑞派宠物成立于2012年, 处于国内宠物连锁诊疗领域第一梯队, 截至22年底, 瑞派宠物在全国50多个城市拥有超500家医院, 平均单店年营业额超300万元。宠物产品方面公司储备充分且持续研发, 公司拥有驱虫产品吡虫啉莫昔克丁滴剂、非泼罗尼喷剂; 犬猫吸入麻醉剂异氟烷和七氟烷、美洛昔康片, 犬猫心脏病盐酸贝那普利咀嚼片等优势产品。猫三联疫苗、犬四联疫苗均为在研产品, 截至2022年3月, 均已取得临床批件, 目前处于临床试验阶段, 未来若能顺利实现商业化, 将为公司提供新的业绩增长点。
- 规模化养殖占比提升, 公司多渠道销售, 注重产品创新。** 近十年来因环保政策与突发疫病的影响, 我国养殖集中度不断提高, 生猪规模化养殖占比已达近六成左右, 2022年全国生猪出栏6.99亿头, 十家上市生猪养殖企业出栏量合计达1.2亿头, 占比达17.2%。公司近年来新增集团客户数量取得突破性增长, 与新希望、温氏等多个养殖集团达成战略合作, 23年3月公司发布公告与圣农发展签署战略合作协议, 经销方面定期开展线下培训和技术推广, 提高经销商服务水平。研发方面公司拥有研发人员324人, 2022年公司研发支出合计1.7亿元, 在研项目泰地罗新注射液、孟布酮注射液和粉剂、猪圆环病毒2型基因工程亚单位疫苗等有望进一步加强公司竞争力。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为1.18元、1.48元、1.79元, 对应动态PE为18/14/12倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 养殖端突发疫病、产品研发进度不及预期、下游需求不及预期等风险。

指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2084.25	2406.95	2827.58	3351.82
增长率	3.84%	15.48%	17.48%	18.54%
归属母公司净利润(百万元)	346.70	552.69	692.07	837.98
增长率	-16.01%	59.42%	25.22%	21.08%
每股收益EPS(元)	0.74	1.18	1.48	1.79
净资产收益率ROE	8.30%	12.14%	13.52%	14.69%
PE	29	18	14	12
PB	2.20	1.99	1.80	1.62

数据来源: Wind, 西南证券

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

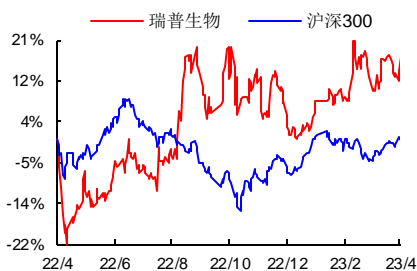
分析师: 刘佳宜

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)	3.23
52周内股价区间(元)	14.65-22.42
总市值(亿元)	101.98
总资产(亿元)	56.91
每股净资产(元)	8.61

相关研究

- 瑞普生物(300119): 多板块稳健经营, 创新研发促成长 (2023-04-02)
- 瑞普生物(300119): 优质资源强强联合, 龙头地位进一步巩固 (2023-03-22)
- 瑞普生物(300119): Q3业绩环比提升, 多板块布局前景光明 (2022-10-26)
- 瑞普生物(300119): 下游需求有望回暖, 长期业绩向好 (2022-08-26)
- 瑞普生物(300119): 短期业绩承压, 长期需求回升业绩向好 (2022-04-29)

目 录

1 公司概况：高速发展的综合型兽药企业	1
2 行业分析：动保重视程度增强，行业集中度提升	2
2.1 养殖规模化占比提高，动保需求提升	2
2.2 行业成长性强，集中度有望提高	4
3 公司分析：畜禽业务前进不停，布局宠物前景光明	7
3.1 生物制品稳步成长，化药板块迅速发展	7
3.2 布局宠物蓝海市场，渠道、产品多重优势	9
3.3 建立高效研发体系，多销售渠道共促销量	12
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 相对估值	18
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司 2022 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2022 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2017 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2017 年以来净利润及增速	1
图 5: 部分上市猪企出栏数据 (万头)	3
图 6: 2012-2021 年中国兽药销售额 (亿元)	4
图 7: 2020 中国兽药市场结构	4
图 8: 2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量	5
图 9: 非洲猪瘟病毒结构图	5
图 10: 1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量 (单位: 吨)	6
图 11: 公司原料药及制剂收入及变化	9
图 12: 公司原料药与制剂生产量与销售量	9
图 13: 中国宠物市场发展历程	10
图 14: 美国宠物消费市场规模 (亿美元)	10
图 15: 我国宠物消费市场规模及增速	10
图 16: 瑞派宠物与瑞普生物股权联系	11
图 17: 瑞派宠物业务布局矩阵	11
图 18: 瑞普生物所获荣誉资质证书	13
图 19: 生物制品研究院研发设备	13
图 20: 生物制品研究院研发环境	13
图 21: 瑞普研发人员数量 (人)	14
图 22: 公司研发支出与占收入比例	14
图 23: 瑞普生物部分产学研合作单位	15
图 24: 瑞普生物的质量管理体系	16
图 25: 瑞普生物的三种销售渠道	17

表 目 录

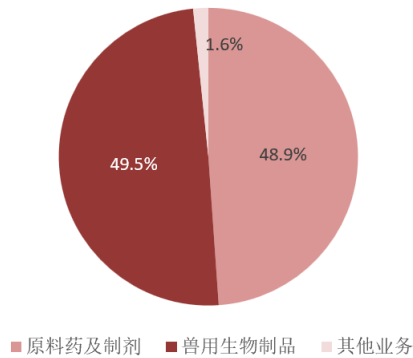
表 1: 畜禽养殖环保政策要求.....	2
表 2: 2021 部分头部养殖企业融资情况.....	3
表 3: 不同非瘟疫苗研发项目对比.....	5
表 4: 重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗生产企业.....	7
表 5: 部分畜用疫苗产品.....	8
表 6: 瑞普生物化药领域重点产品概览.....	9
表 7: 公司宠物业务在研产品.....	12
表 8: 公司畜禽业务在研产品.....	15
表 9: 分业务收入及毛利率.....	18
表 10: 可比公司估值.....	18
附表: 财务预测与估值.....	19

1 公司概况：高速发展的综合型兽药企业

天津瑞普生物技术股份有限公司成立于 2001 年，2010 年登陆创业板，是一家服务于动物健康领域的创新型动保企业。公司主要业务为兽用生物制品、兽用药物制剂、药物原料和饲料添加剂的研发、生产、销售及动物疫病整体防治解决方案的提供。公司是国家重大动物疫病防控疫苗定点生产头部企业，是国内动保行业产品种类最全、生产规模最大的企业，科研能力强，“新型高效安全畜禽免疫增强剂-胞肽”获得“国家重点新产品”证书，“动物用冻干活疫苗耐热保护免疫增强剂及其制备方法”被授予“全国发明展览会金奖”等。

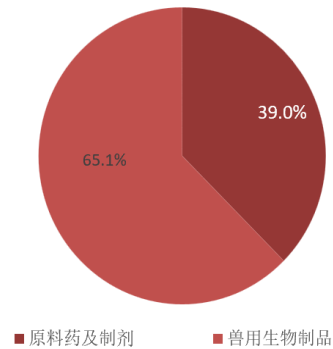
公司主营业务结构：公司收入主要来自兽用生物制品和原料药及制剂，2022 年公司实现营业收入 20.8 亿元，其中原料药及制剂实现 10.2 亿元，占比达 48.9%，兽用生物制品占比 49.5%，实现营收 10.3 亿元。兽用生物制品 2022 年实现毛利 6.6 亿元，占比为 65.1%，原料药及制剂占比约为 39%，贡献毛利 3.9 亿元。出现占比相加大于 100% 是因为其他类业务毛利为 -0.4 亿元。

图 1：公司 2022 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

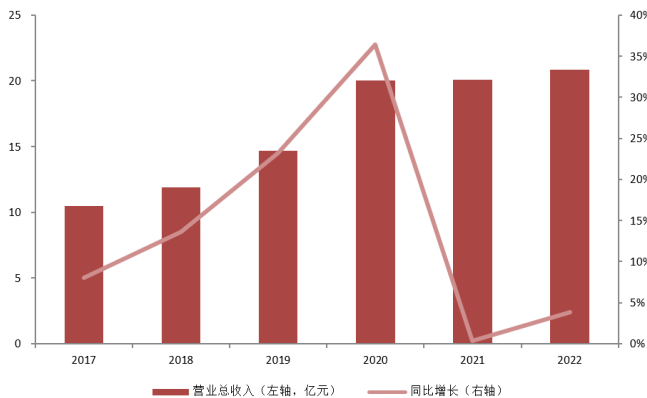
图 2：公司 2022 年主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

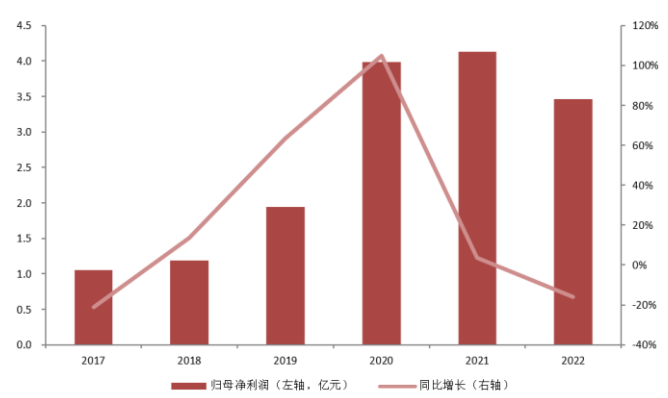
公司业绩状况：2022 年公司实现营业收入 20.8 亿元，同比增长 3.8%，归母净利润为 3.5 亿元，同比减少 16%，21、22 年主要系受到下游养殖景气度的影响，整体来看公司于周期波动中稳健经营，2018 年-2022 年营业收入与归母净利润的复合增长率分别为 15%、30%。

图 3：公司 2017 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2017 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：动保重视程度增强，行业集中度提升

2.1 养殖规模化占比提高，动保需求提升

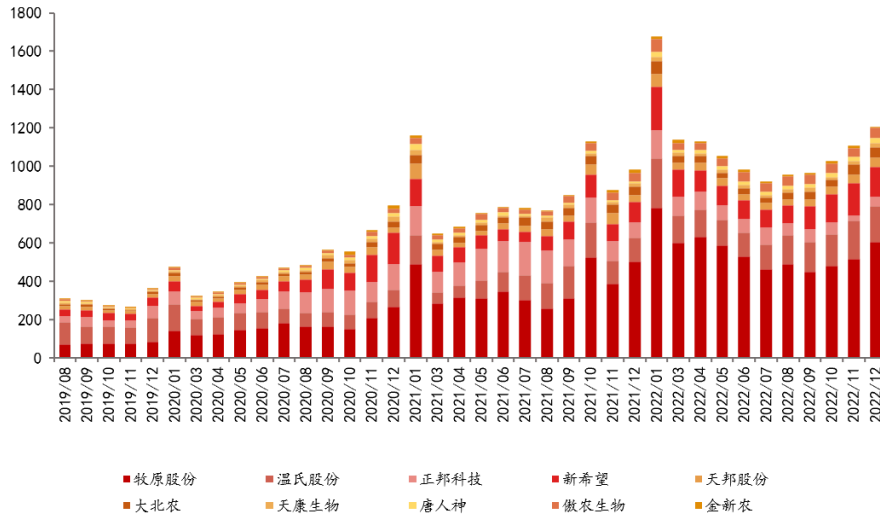
动保产品需求端系养殖行业，从较长时间维度来看，规模养殖场占比提升，动保重视程度提高。环保要求与突发疫病推动行业向规模化发展，国养殖行业初期进入门槛较低，散户和家庭养殖作为畜禽养殖行业的主体，缺乏必要的引导和规划，加之畜禽养殖污染防治设施普遍配套不到位，大量畜禽粪便、污水等废弃物得不到有效处理并进入循环利用环节，导致环境污染。第一次全国污染源普查数据表明，畜禽养殖业 COD、总氮、总磷的排放量分别为 1268 万吨、106 万吨和 16 万吨，分别占全国总排放量的 41.9%、21.7%、37.7%，分别占农业源排放量的 96%、38%、65%。按照中国每年出栏 6 亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有 12 亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。但自 2014 年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不开离市场。

表 1：畜禽养殖环保政策要求

时间	政策	重点内容
2014.01	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确畜禽养殖应考虑到环境承载力，对畜禽养殖污染防治提出要求，科学确定养殖品种、规模、总量，明确禁养区划分标准、以及激励和处罚内容。
2015.01	《环保法》	进一步明确禽畜养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律、法规规定。
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定禽畜养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的禽畜养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产区制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《“十三五”生态环境保护规划》	要求 2017 年年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

非洲猪瘟淘汰落后产能，行业集中度进一步提升。非洲猪瘟 2018 年 8 月首次出现在中国，随后蔓延至全国各地。根据农业农村部的数据显示，2018-2020 年全国共发生非洲猪瘟 181 起，扑杀生猪 103.4 万头。受此影响，相较于规模化企业，散户的防疫措施有限，生猪存活率较低。此外，2020 年初由于新冠疫情的爆发，许多企业停工停产，部分养殖企业出现经营困难，进一步造成众多中小养殖户减产或退出养殖行业。据农业农村部消息，2021 年畜禽养殖综合规模化率首次达到 70%，其中生猪养殖规模化率首次达到 60%，养殖规模化率进一步提升。2021 年，十家出栏量较大的披露月度数据的上市养殖公司（牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农）占总生猪出栏量的比例有所提升，2021 年国内生猪出栏总量为 6.7 亿头，十家上市生猪养殖企业出栏量合计达 9428 万头，占比达 14%，2022 年全国生猪出栏 6.99 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 17.2%。

图 5：部分上市猪企出栏数据（万头）


数据来源：Wind，西南证券整理。注：因公司披露时间段不同，1 月数据为 1 月与 2 月合计总量

2021 年养殖行业处于低谷时期，集团养殖企业利用其融资优势，稳健扩张产能，未来市占率有望进一步提升。2021 年 9 月牧原股份发行可转债 95.5 亿元，其中 51 亿元将投入生猪养殖建设，19 亿投入生猪屠宰项目建设，余下 25.5 亿元用于补充流动资金，所涉及 23 个生猪养殖项目共计可提供产能 677.3 万头；正大集团于招股说明书（申报稿）中表示，公司本次拟向社会公众公开发行不超过 5.7 亿股，预计募集资金 150 亿元，其中 42 亿元用于补充流动资金，余下 108 亿将投入到 17 个生猪养殖产业链项目中，主要包括饲料、养殖以及生猪屠宰相关业务的部署；21 年 11 月新希望发行可转债，募集资金总额 81.5 亿元，其中 57.1 亿元将投入到 18 个生猪养殖项目建设中，建设周期皆在两年左右。规模场在融资渠道以及养殖成本等方面相较于中小散户更有优势，生猪寒冬中自更易获得资金支持，未来占比进一步提升。

表 2：2021 部分头部养殖企业融资情况

公司名称	时间	金额	融资渠道	主要用途
牧原股份	2021.08	95.5 亿元	可转换债券	其中 51 亿元将投入生猪养殖建设，19 亿投入生猪屠宰项目建设，余下 25.5 亿元用于补充流动资金，所涉及 23 个生猪养殖项目共计可提供产能 677.3 万头
正大集团	2021.11	150 亿元	IPO	其中 42 亿元用于补充流动资金，余下 108 亿将投入到 17 个生猪养殖产业链项目中，主要包括饲料、养殖以及生猪屠宰相关业务的部署
新希望	2021.10	81.5 亿元	可转换债券	57.1 亿元将投入到烟台新好生猪养殖项目、濮阳新六生猪养殖项目、东营新好生猪养殖项目、施秉新希望生猪养殖项目建设中，建设周期皆在两年左右。
温氏股份	2021.03	92.97 亿元	可转换债券	42.52 亿元将投入崇左江洲温氏畜牧有限公司一体化一期等生猪养殖类项目建设；11.36 亿将投入灵宝温氏禽业有限公司养殖项目等鸡类养殖，水禽类项目投入 11.3 亿元，补充流动资金 27.79 亿元。
正邦科技	2021.1	75 亿元	非公开发行股票	28.19 亿元将用于沾化正邦存栏 10 万头生猪的育肥场“种养结合”基地建设等 15 个生猪养殖项目，余下 46.8 亿元用于补充流动资金。
唐人神	2021.03	15.5 亿元	非公开发行	其中 10 亿元将投入禄丰美神邓家湾存栏一万头基础母猪苗等 7 个生猪养殖相关项目，饲料生产投入 2.5 亿元，余下 2.6 亿元用于补充流动资金。

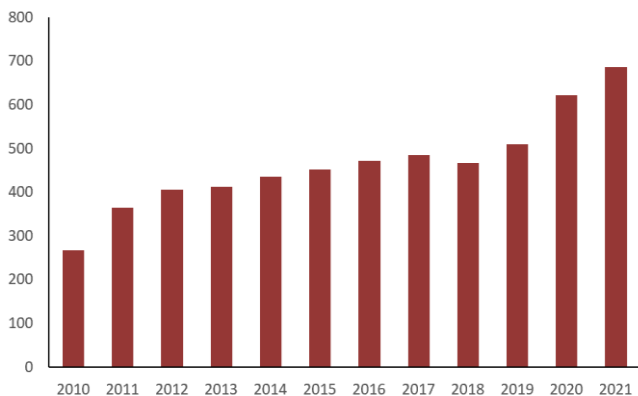
数据来源：公司公告，西南证券整理

当前生猪价格于成本线附近波动，科学养殖提升效率至关重要，且春季为动物疫病防控的重要季节，防疫重视程度提高。根据中国养猪网统计数据，截至 23 年 3 月 26 日，生猪销售价格为 15 元/公斤，于此价格下，降本增效提高养殖效率成为养殖企业核心竞争力，于养殖过程中注重动物防疫，提高出栏率将有效降低成本。另外春季，随气温回暖，昼夜温差增大，伴随雨水天气，畜禽生病感染风险增大，短期来看做好春防是养殖企业的首要任务，市场对于优质动保产品的需求随之迎来提升。

2.2 行业成长性强，集中度有望提高

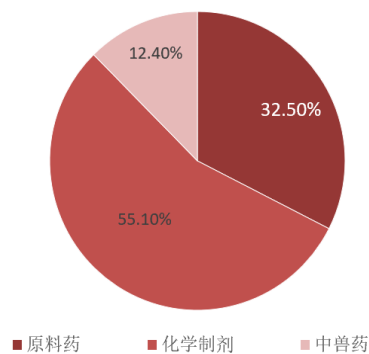
我国兽药行业仍处于快速发展阶段，根据《兽药产业发展报告（2021 年度）》，2021 年我国兽药行业销售规模 686.2 亿元，当前海外兽药行业已进入稳定发展期，2012-2017 年国内市场兽药销售额持续增长，2018 年受非瘟影响销售额有所下滑，2021 年中国兽药协会将进口兽药销售额纳入统计，我国兽药销售额达到 686.2 亿元，同比增长 10.5%，2016-2021 我国兽药市场复合增速为 7.8%。

图 6：2012-2021 年中国兽药销售额（亿元）



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

图 7：2020 中国兽药市场结构

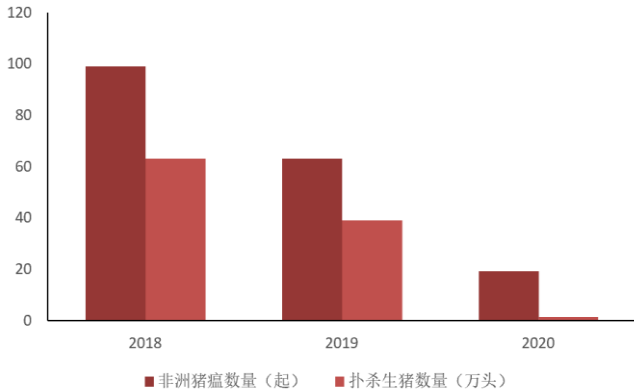


数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

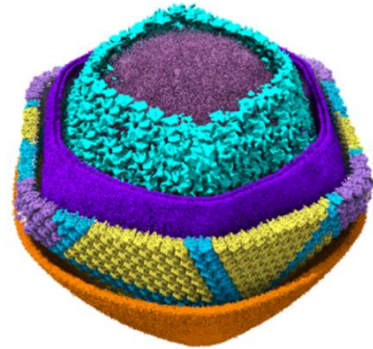
生物制品：我国超过八成的市场被猪禽占据。兽用疫苗是我国兽用生物制品最重要的组成部分，我国的兽用疫苗以猪用疫苗和禽用疫苗为主，根据中国兽药协会数据，2020 年我国兽用疫苗销售额为 142.3 亿元，禽用及猪用疫苗销售额分别占比 44.8%、42.6%。**化药领域：**以抗微生物、抗寄生虫等抗生素药品为主，2020 年抗微生物药市场占比为 69.7%，抗寄生虫药占比 9.6%，消毒药占比为 3.1%。

生药方面，非洲猪瘟疫苗研发工作持续推进，若顺利市场化，有望促进市场扩容迎成长。非洲猪瘟病毒致死性减弱，传染性增强，2018 年 8 月首次出现在中国并在一个月时间内蔓延到全国各地。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到 100%，目前还没有可用于预防和治疗的疫苗，因此对防控工作要求很高。根据农业农村部的数据显示，2018-2020 年全国共发生非洲猪瘟 99、63、19 起，共计扑杀生猪 63、39、1.4 万头，发生数量以及扑杀数量的减少主要是归功于防疫力度以及重视程度的提升，但与毒株的演绎也有不可分割的关系。中国农业科学院哈尔滨兽医研究所国家非洲猪瘟专业实验室表示，2020 年在对黑龙江、吉林、辽宁、山西、内蒙古、河北和湖北等省的农场和屠宰场的为期 6 个月的检测中，收集到 3660 个样本，发现并分离出 22 株流行毒株，由特征判断是 II 型非洲猪瘟，属于低致死率的自然变异流行株。非洲猪瘟病毒向流行性方向发展，出现非瘟弱毒株，弱毒株毒性降低但感

染几率成倍增加，且其潜伏期可高达 30 天或更久，不易检测，发病猪场更难发现、难根除、难控制。

图 8：2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量


数据来源：农业农村部，西南证券整理

图 9：非洲猪瘟病毒结构图


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

非瘟疫苗研发持续推进，2021 年 12 月 20 日农业农村部科技发展中心关于国家重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项 2021 年度揭榜挂帅项目安排进行了公示，4 个项目中包含有非洲猪瘟基因缺失疫苗研发、非洲猪瘟亚单位疫苗研发、非洲猪瘟活载体疫苗研发，亚单位疫苗相较于基因缺失弱病毒苗在有效性上可能会有所不及，但安全性相对更高，相关研发工作正处于推进中，结合当前非瘟弱毒株流行性强的特点未来推广可能性更高，若顺利达成商业化则动保板块市场规模扩张，成长性进一步增强，有望迎来估值提升。

表 3：不同非瘟疫苗研发项目对比

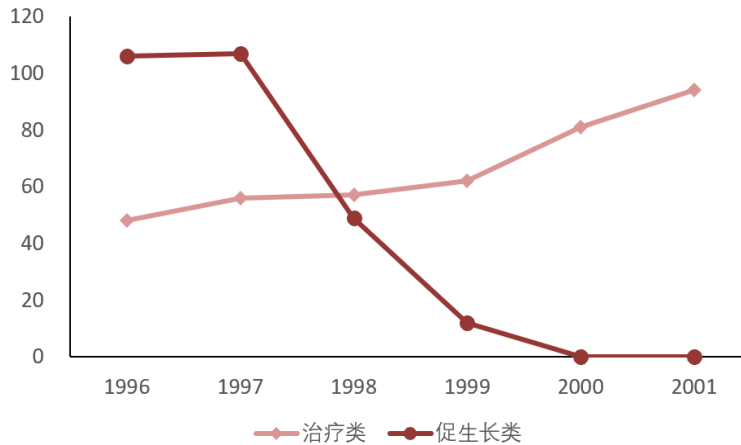
项目名称	原理	项目牵头研制单位	安全性	周期
非洲猪瘟基因缺失疫苗研发	基因缺失疫苗是利用基因工程去掉病毒基因组中负责毒力的基因中的某个片断，使其成为缺损病毒株，所制成的一类疫苗。	中国农业科学院 北京畜牧兽医研究所	有残留毒力	3 年
非洲猪瘟亚单位疫苗研发	将具有中和表位的非洲猪瘟病毒保护性抗原基因在原核或真核细胞中表达，并将产生的蛋白质或多肽递呈给抗原递呈细胞，以诱导产生高滴度的抗非洲猪瘟病毒的中和抗体。	中国农业科学院 兰州兽医研究所	安全性相对较高	3 年
非洲猪瘟活载体疫苗研发	活载体疫苗是利用基因工程技术将被病毒或细菌（常为疫苗弱毒株）构建为疫苗载体（或称外源基因携带者），再把外源基因（包括重组多肽、肽链抗原位点等插入其中使之表达的活疫苗。	军事科学院军事医学 研究院军事兽医研究所	有残留毒力	3 年

数据来源：百度百科、农业农村部，西南证券整理

养殖端禁抗令，或将促进治疗用抗生素市场需求提升。2020 年 7 月起为保证食品及公共卫生安全，农业农村部要求所有的饲料生产企业全面停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。参考欧盟发达国家的禁抗经验，在实施禁抗的初期，瑞典生猪平均日增重下降，体重 50-250 磅阶段的饲料转换率降低 1.5%，仔猪死亡率高于 1.5%，母猪产仔数减少 4.8%，养殖户将断奶日龄延后一周；丹麦的养殖户同样面临了仔猪阶段的死亡率上升以及日增重降低的问题，在 1996-2001 年期间，抗生素总体用量变化由 154 吨有效控制至 94 吨，但在此期间治类抗生素整体稳步上升，以有效成分计算其总量从 48 吨上

涨到 94 吨。由此我们认为禁抗并不是一蹴而就，在过程中不仅需要对养殖场的设备设施进行升级，而且在疾病发生时需要及时进行现场诊断并合理用药，保证科学的免疫程序。

图 10：1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量（单位：吨）



数据来源：DANMAP2000(DVI2001);DANMAP2001(DVI2002)，西南证券整理

动保行业集中度有待提升，新版 GMP 施行有助于落后产能淘汰，优质企业提高市场份额。根据中兽药信息网数据，2019 年我国兽药企业数量为 1632 家，同比减少 4%，小型企业数量减少，大中型企业数量皆有所上升，兽药行业集中度不断提升。新版兽药 GMP 将于 2020 年 6 月 1 日起施行，根据公告，所有兽药生产企业均应在 2022 年 6 月 1 日前达到新版兽药 GMP 要求；未达到新版兽药 GMP 要求的兽药生产企业（生产车间），其兽药生产许可证和兽药 GMP 证书有效期最长不超过 2022 年 5 月 31 日。新版 GMP 与 2002 年实施的质量管理规范的主要区别包括：（1）提高无菌兽药和兽用生物制品的生产标准；（2）提高特殊兽药品种生产设施要求；（3）提高并细化软件管理要求；（4）提高从业人员的素质和技能要求；（5）细化管理流程和文件内容。新版 GMP 对兽药质量要求提升，和国际先进标准已处于同一水平，落后产能面临淘汰，产品的国际竞争力提高。根据亚太易和数据分析中心的数据显示，截至 2022 年 6 月底，全国通过新版兽药 GMP 验收的企业数量为 994 家。我国兽药行业有望迎来洗牌，中小型企业、软硬件设施弱的企业和创新能力差的企业将面临较大压力，有望出清离场或被收购，具有较高资金实力、创新实力的头部企业优势有望进一步强化。

动保企业已由单品竞争时代迈向综合动保闭环方案竞争时代。当前规模养殖快速发展，养殖密度持续提高、疫情流行日趋复杂，养殖端对产品质量和技术服务能力的需求升级，动保企业竞争已由原先的单品竞争时代进入体系化优势竞争阶段。满足大型养殖集团和养殖屠宰一条龙企业对兽药品类、品质、供应保障和降本增效需求的企业，才能适应养殖格局的变化，在动保行业中脱颖而出。

3 公司分析：畜禽业务前进不停，布局宠物前景光明

3.1 生物制品稳步成长，化药板块迅速发展

公司生物制品布局全面，禽用稳步发展，畜用迅速成长。

➤ 禽苗

公司禽用生物制品核心产品包括重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗；重组新城疫病毒（A-VII）、禽流感病毒（H9 亚型）二联灭活疫苗；鸡传染性喉气管炎重组鸡痘病毒基因工程疫苗；鸡新城疫、传染性支气管炎二联耐热保护剂活疫苗；鸡马立克氏病 I、III 型二价活疫苗；鸡传染性鼻炎灭活疫苗；鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感（H9 亚型）三联灭活疫苗；鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征、传染性脑脊髓炎四联灭活疫苗；转移因子口服溶液等。水禽用重点生物制品包括鸭坦布苏病毒病灭活疫苗；鸭传染性浆膜炎灭活疫苗；鸭瘟活疫苗；小鹅瘟病毒卵黄抗体；I 型鸭肝炎病毒卵黄抗体等。

公司禽流感疫苗升级提质，广受下游认可。2018 年之前我国禽流感疫苗主要为（H5+H7）二价灭活苗，此后由于病毒发生变异，国家有关实验室研制了相应的重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗。当前市场上可生产销售三价灭活禽流感疫苗的公司仅有 11 家，公司生产的重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗具有全禽通用、全禽源、全基因、全新变异株等特点优势，是中国两种（H5+H7）疫苗之一，2022 年 2 月公司拿到新升级产品批文，公司对高致病性禽流感（H5+H7）三价灭活疫苗在原有产品的基础上进行升级换代，更换毒株，利用“先打后补”政策契机，依托高质量的产品和强大的技术专家服务团队快速拓展市场。除升级现有产品，公司不断推出新品，禽用多联苗具有减少免疫次数、提高免疫效果的优势，基因工程苗具有更高疫苗安全性，因此目前两大类型疫苗是市场追逐的热点，鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感（H9 亚型）三联灭活疫苗已获取生产批文，该产品将实现一针三防。

表 4：重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗生产企业

H5 毒株	H7 毒株	通用名	批准生产企业
H5N6H5-Re13 株 H5N8H5-Re14 株	H7N9 H7-Re4 株	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6H5-Re13 株+H5N8H5-Re14 株+H7N9H7-Re4 株）	青岛易邦、哈药集团、乾元浩、大华农、永顺生物、辽宁益康、哈维科、易邦生物
		重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（细胞源，H5N6H5-Re13 株+H5N8H5-Re14 株+H7N9H7-Re4 株）	山东信得科技、吉林冠界生物
H5N2rHN5801 株 +rGD59 株	H7N9 rHN7903 株	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2rHN5801 株+rGD59 株,H7N9rHN7903 株）	华南生物

数据来源：中监所，西南证券整理

➤ 猪苗

公司畜用生药产品布局广泛，核心产品包括猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗；猪圆环病毒 2 型灭活疫苗；猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联灭活疫苗；猪支原体肺炎灭活疫苗；猪细小病毒病灭活疫苗；猪瘟活疫苗；猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗；猪繁殖与呼吸综合征活疫苗；猪伪狂犬病活疫苗；猪乙型脑炎活疫苗；猪丹毒活疫苗等。副猪嗜血杆菌病三价灭活疫苗已获取生产批文，一针可预防副猪嗜血杆菌三个流行的血清型（4 型、5 型和 12 型），优质的佐剂提高疫苗在动物体的持续保护时间，将大幅降低抗生素的使用。

表 5：部分畜用疫苗产品

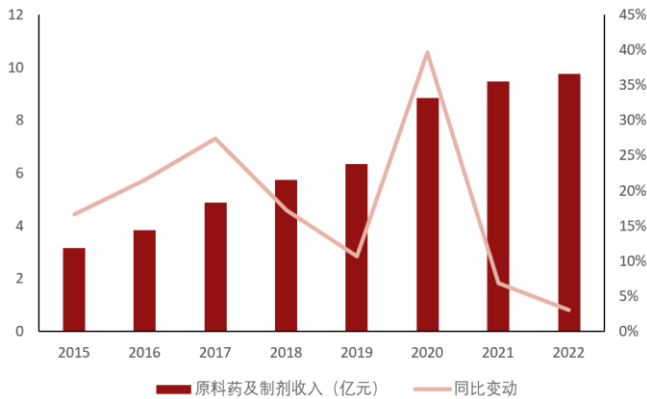
	产品名称	产品描述
病毒疫苗	文易舒	猪繁殖与呼吸综合征疫苗 (R98 株)：用于预防猪繁殖与呼吸综合征 (猪蓝耳病)，适用于 7 日龄以上健康猪，接种后 7-14 日产生免疫力，免疫期限为 4 个月。
	诸元安	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 株)：用于预防由猪圆环病毒 2 型感染引起的疾病，免疫期为 4 个月。
	维乐复康	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗 (HB08 株+ZJ08 株)：每头份疫苗中含猪传染性胃肠炎病毒 HB08 株 ≥105.0TCID ₅₀ 、流行性腹泻病毒 ZJ08 株 ≥105.0TCID ₅₀ ，用于预防由猪传染性胃肠炎病毒、猪流行性腹泻病毒引起的猪腹泻，主动免疫持续期为 6 个月；仔猪被动免疫持续期至出生后 35 日。
	文易康	猪瘟活疫苗 (传代细胞源)：本产品系用猪瘟病毒免化弱毒株 (CVCCAV1412) 接种易感染传代细胞培养，收获细胞培养物，加适宜稳定剂，经冷冻真空干燥制成，每头份含细胞毒液不少于 0.015ml。
	文易安	猪瘟活疫苗 (细胞源)：本产品含猪瘟病毒免化弱毒株 (CVCCAV1412)，每头份至少含 750 个兔体感染量，接种后 4 日即可产生免疫力，断奶后无母源抗体仔猪的免疫期为 12 个月。
	文易宁	猪瘟活疫苗 (免源)：本产品含猪瘟病毒免化弱毒株 (兔脾淋组织毒，CVCCAV1412)，每头份至少含 150 个兔体感染量，接种后 4 日即可产生免疫力，断奶后无母源抗体仔猪的免疫期为 18 个月。
	优瑞适	猪支原体肺炎灭活疫苗：含灭活的猪支原体 J 株，用于预防猪支原体肺炎，免疫期为 6 个月。
细菌疫苗	诸连富	猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗：含猪链球菌免疫蛋白 (HP0197 和 HP1036) 和副猪嗜血杆菌免疫蛋白 (O6257 和 palA)，免疫期 5 个月。

数据来源：公司官网，西南证券整理

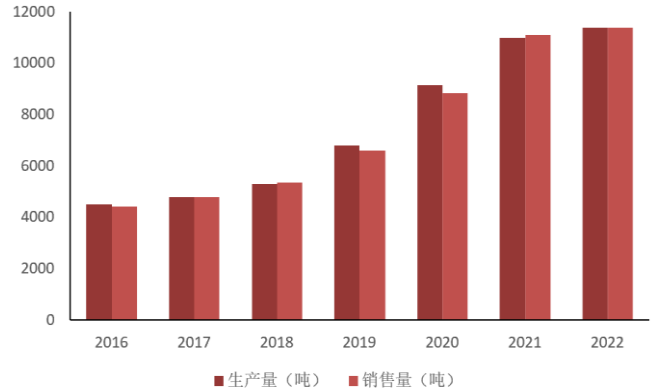
公司掌握多项疫苗制备工艺，助力公司打造优质生物制品。公司建立了完善的基因工程技术平台（亚单位、载体和核酸疫苗）和抗原纯化技术平台，采用独特的基因工程表达和纯化技术，开发了多款创新型产品；利用无血清培养基进行全悬浮细胞培养病毒，实现了产品批次间的稳定性，并大幅降低了生产成本；利用先进的病毒浓缩、蛋白纯化技术，降低疫苗杂蛋白含量、提高抗原滴度，显著降低对动物的应激和副反应；利用高效耐热纳米佐剂和冻干保护剂，显著提升家畜、家禽等生物制品品质。

除优质产品外，公司通过“高性价比产品+疫病防控综合解决方案”持续提高养殖企业疫病综合防控水平，帮助养殖客户在提高疫病防控水平的同时降低养殖成本，推出蓝耳、腹泻、圆环等重点疫病的解决方案，于周期波动之中，维持直销头部养殖企业，同时扩张渠道覆盖率。

公司药苗并重，化药板块收入持续上升。从销量来看，公司近年来产销平衡，产量和销量同步上升，2022 年公司原料药及制剂销售量达到 1.1 万吨，同比增长 2.7%。带毒养殖背景下，畜禽疫情发生率提升，且下游养殖企业对化药重视程度提高，公司原料药及化学制剂销量有望进一步提升。

图 11：公司原料药及制剂收入及变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司原料药与制剂生产量与销售


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司化药产品矩阵丰富。公司拥有化学药物制剂 198 种、中兽药 84 种、清洗消毒类 7 种、原料药 6 种、功能添加剂 83 种，具有丰富的产品线。其中替米考星肠溶颗粒、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上市场占有率排名前列，奠定了公司在国内兽用化药领域的龙头企业地位。此外，与市场大部分兽药企业近几年刚开始研发替抗品类不同，公司早在 2010 年以前就已对兽药、抗菌肽、微生物等替抗品类进行布局，目前公司基本已经囊括所有替抗类型，先发优势下，公司中兽药有望随禁抗东风提高市场份额。

表 6：瑞普生物化药领域重点产品概览

类型	产品	
禽用制剂	氟苯尼考可溶性粉	复方阿莫西林可溶性粉
	替米考星溶液	注射用头孢噻钠
	癸氧喹酯干混悬剂	酒石泰万菌素预混剂
畜用制剂	氟苯尼考预混剂	盐酸沃尼妙林预混剂
	替米考星肠溶颗粒	头孢噻唑注射液
	硫酸头孢喹肟注射液	复方阿维菌素预混剂
生物安全防控	过硫酸氢钾复合粉	月苳三甲氯铵溶液
	癸甲溴铵溶液	二氯氟脲酸钠
原料药	替米考星	磷酸替米考星
	孟布酮	泰地罗新
	氟苯尼考	盐酸沃尼妙林

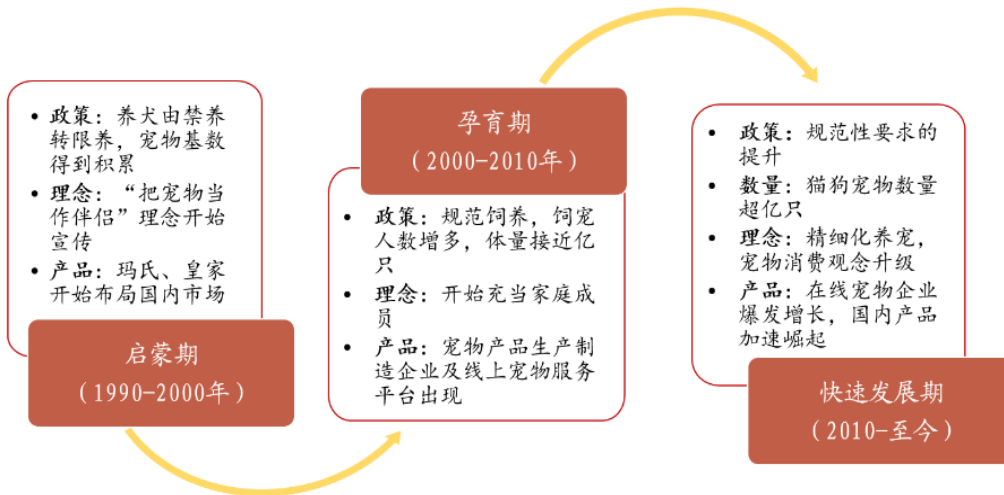
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 布局宠物蓝海市场，渠道、产品多重优势

国内宠物市场经历了 30 余年成长，正处于快速发展期。我国宠物行业发展始于 20 世纪 90 年代初，30 余年的发展时间我国宠物行业发生了多方面的转变。政策层面，由早期的“禁养”到“限养”，再到国家不断出台政策对行业进行规范，未来行业规范性有望进一步提升。养宠理念层面，居民对宠物的定位从传统的看家护院型逐渐转变为伴侣、家人等情感陪伴型，伴随着居民对于宠物消费理念的转变、升级。产品方面，行业发展早期国外大牌厂商涌入建

立先发优势，近年来国内品牌快速崛起，行业竞争加剧或出现整合重组。渠道方面，我国市场从传统线下门店始起，互联网蓬勃发展带动宠物行业线上化进程提速，线上平台及线下医疗美容机构成为了宠物产品的主要入口。

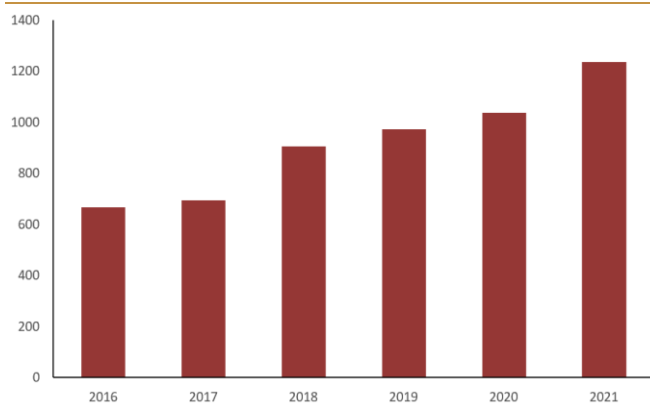
图 13：中国宠物市场发展历程



数据来源：Mob 研究院，西南证券整理

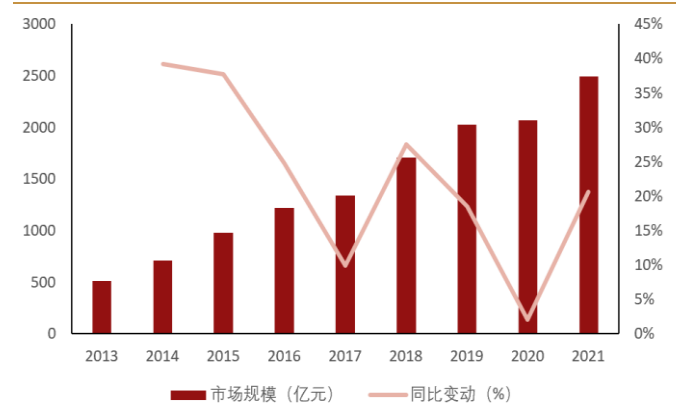
我国宠物市场规模持续提升。与宠物市场发展较晚的新兴市场相对的是以美国为代表的成熟市场，美国宠物市场自 19 世纪初开始不断发展，根据 APPA 数据，即使在 2008 年经济危机时期，美国宠物消费市场依旧保持 4.9% 的增速。截至 2021 年，美国宠物消费市场规模达 1236 亿美元，同比增长 19.3%，我国宠物市场规模参考最为广泛引用的《中国宠物行业白皮书》数据，2020 年受新冠疫情影响，增速有所放缓，2021 年有效恢复，整体约为 2490 亿元市场，同比增长 20.6%。

图 14：美国宠物消费市场规模（亿美元）



数据来源：APPA，西南证券整理

图 15：我国宠物消费市场规模及增速



数据来源：《中国宠物行业白皮书》，西南证券整理

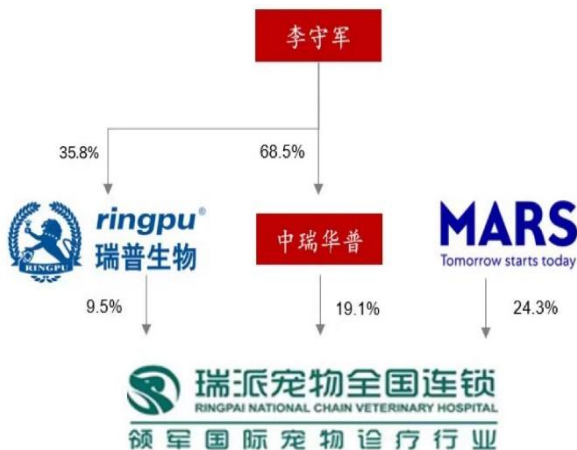
我国养宠数量处于上升区间，伴随着养宠观念的改变，宠物医疗板块需求扩容。根据 Euromonitor 数据，我国宠物数量增速在 2016 年达到峰值 22%，而后增速逐渐放缓，但目前宠物数量仍然处于持续上升的阶段，截至 2021 年末我国已拥有接近 1.2 亿只城镇犬猫。从宠物市场消费结构来看，食品消费位列第一，占比为 51.5%，位列第二即是医疗，占比达

到 29.2%。随着我国养宠观念从功能型转化为陪伴型，我国养宠主对于宠物消费支出意愿增强，预计宠物疫苗渗透率会随着上升，相应带来宠物医疗板块的扩容升级。

国内动保公司正加紧发力宠物疫苗市场。当前我国宠物疫苗市场仍以进口产品为主，硕腾、英特威、勃林格等头部企业产品多元，覆盖猫犬的主要品种。目前国内注册产品主要集中在犬用领域，相关企业包括五星动保、杨凌绿方、辽宁益康、和元生物、齐鲁、中牧和科前生物等。整体来看，我国宠物疫苗产品品类单一，产品质量和使用效果与进口品牌仍存在较大差距。随着宠物行业潜力爆发和宠物主消费意识觉醒，国内动保厂商逐渐重视宠物领域，不断加码宠物布局。

公司布局宠物医院，宠物相关业务快速成长。由李守军先生担任董事长的瑞派宠物成立于 2012 年，处于国内宠物连锁诊疗领域第一梯队。截至 22 年底，瑞派宠物在全国 50 多个城市拥有超 500 家医院，平均单店年营业额超 300 万元，拥有近 10 家千万级综合转诊中心医院。后续将通过收购、自建等模式进一步扩大门店规模。自 2015 年起，瑞普生物多次增持瑞派宠物，当前公司持股瑞派宠物比例为 9.5%。2022 年宠物药品实现营收 4398.9 万元，宠物生物制品实现营收 592.6 万元，合计 4991.5 万元，同比增长 110.5%。

图 16：瑞派宠物与瑞普生物股权联系



数据来源：天眼查，西南证券整理

图 17：瑞派宠物业务布局矩阵



数据来源：瑞派宠物官网，西南证券整理

公司宠物医药布局健全，细分领域具有领先优势，有望成为国内宠物医药龙头。在抗寄生虫药、抗菌药、抗病毒药、麻醉镇痛药、内科用药、疫苗、洗消产品、营养保健产品等 8 大领域已拥有超过 30 款品类、覆盖 9 种剂型的宠物医药产品，是当前宠物医药领域布局最为健全的公司。

宠物药方面，公司拥有驱虫产品吡虫啉莫昔克丁滴剂、非泼罗尼喷剂；犬猫吸入麻醉剂异氟烷和七氟烷、美洛昔康片，犬猫心脏病盐酸贝那普利咀嚼片等优势产品，医院处方类用于细菌及支原体等微生物感染产品注射用硫酸头孢喹肟、注射用头孢噻唑钠、恩诺沙星注射液、氨苄西林钠等；防治犬猫耳螨引起的系列耳部疾病的复方制霉菌素软膏等。并拥有国内第一条吸入麻醉剂生产线。**宠物生物制品方面**，公司研发的重组犬- α 干扰素是国内市场首个动物用重组干扰素类制品，可用于早期治疗犬细小病毒性肠炎等病毒感染疾病；2016 年公司取得狂犬病灭活疫苗 (dG) 株批文该疫苗是国内外首创的狂犬病基因工程灭活苗，生产工艺已达到国内领先水平。

公司不断推出新品，丰富产品矩阵增厚竞争力。莫普欣（吡虫啉莫昔克丁滴剂）为公司依托缓控释制剂平台、结晶技术平台，经过 6 年推出的新产品，原料纯化更安全、无刺激，可同时驱除犬猫体内外 28 种寄生虫适应证。伊尔舒（复方制霉菌素软膏）、伊尔爽（宠物耳道护理液）为犬猫提供外耳炎的系统性解决方案，其中伊尔舒可高效治疗犬猫外耳炎、耳螨等症状。新获批的克林霉素磷酸酯颗粒是目前国内批准的唯一用于宠物犬皮肤创伤、脓肿和深层感染治疗的速溶性口服药物，具有口服生物利用度高且可与注射剂等效、孕宠亦可以放心使用、适口性好等多种优势。新品的推出使公司宠物产品管线更具领先性，提高核心竞争力并拓宽市场份额。

在研产品顺利推进，未来产品有望进一步多样化。公司在研宠物相关产品主要包括伊维菌素吡喹酮咀嚼片、犬细小病毒抗血清、犬瘟热、细小病毒病、腺病毒病、副流感四联活疫苗（犬四联）、猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（猫三联）。公司当前具备从预防、治疗和诊断的整体防治解决方案的能力，未来将以客户需求为核心，借助瑞派宠物医院品牌优势，提高产品市占率。

表 7：公司宠物业务在研产品

项目名称	2022H1 进展情况	项目意义
犬瘟热、细小病毒病、腺病毒病、副流感四联活疫苗	已经取得临床批件，目前处于临床试验阶段	本产品采用国内流行毒株致弱，具有免疫效果好、安全性好、保存稳定等优点，本产品的研制与开发丰富了公司宠物用疫苗结果，以高标准、高质量的产品满足宠主对各类疫病的防疫需求，对公司服务宠物保健市场具有重要的社会意义和经济意义。
猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗	已经取得临床批件，目前处于临床试验阶段	本产品采用国内流行毒株，采用高效浓缩纯化技术和进口佐剂，产品安全、有效。本产品的开发，填补国产猫三联疫苗空白，打破猫用疫苗长期依赖进口的局面，解决较少的获批产品与巨大市场需求市场的矛盾，保障宠物疫苗供给，对公司服务宠物保健市场具有重要的社会意义和经济意义。
犬细小病毒抗血清	已经取得《新兽药注册证书》	该产品注射后可快速被机体吸收（1 个小时可达到血浓度），与病原体结合后能够迅速中和病毒彻底清除病原体对机体的危害，迅速控制犬细小病毒；同时，诱导机体产生内源性干扰素，促进抗体形成，阻止病毒性细胞的复制，从而起到抗感染抗病毒的作用。本产品的研制成功填补公司宠物产品品规，对公司服务宠物保健市场具有重要的社会意义和经济意义。

数据来源：公司公告，西南证券整理

除产品研发外，公司于宠物领域进行资本投资。公司通过华普海河基金投资的易宠科技是一家宠物品牌全渠道运营管理公司，瑞普持有其 13.82% 的股权，公司与易宠科技、瑞派宠物医院签订战略合作协议，继续在供应链、渠道整合、数字信息化、宠物医疗等方面建立深入的战略合作关系，进一步构建宠物产业生态圈。同时在研发方面，公司通过华普海河基金投资北京绿竹生物，加强双方在宠物疫苗及宠物创新药品方面的合作。

3.3 建立高效研发体系，多销售渠道共促销量

产学研多向合作补齐技术短板。公司采用自主研发和合作研发并重、产品研发和工艺研发并重的研发模式，高度重视新技术研发投入及自主创新能力的提高。公司研发架构合理清晰，生物制品、药品并重，设置了生物制品研究院和药物研究院，下辖多个细分研发架构。产品方面，公司每年新获的新兽药产品注册数量领先；工艺研发方面，公司在大规模细胞悬浮培养、高密度发酵等关键工艺已经达到行业领先水平。公司拥有“国家企业认定技术中心”、“国家地方联合工程研究中心”、“农业部生物兽药创制重点实验室”等国家级创新平台以及

“天津市兽药技术创新中心”、“天津市新型兽药技术工程中心”、“天津市畜禽病原检测与基因工程疫苗技术工程中心”等省级创新平台，子公司天津渤海农牧产业联合研究院有限公司被认定为天津市第一批产业技术基础公共服务平台。

图 18：瑞普生物所获荣誉资质证书



数据来源：公司官网，西南证券整理

➤ 生物制品研究院

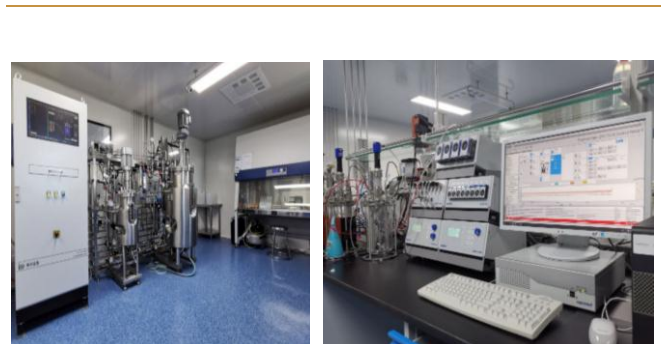
生物制品研究院总部建筑面积 5000 多平方米，实验室设有分子生物学研究室、细胞悬浮培养室、细菌发酵室，病毒制品研究室，细蒙制品研究室、重组病毒研究室、病毒浓缩纯化室、蛋白纯化室、新型佐剂研究室、理化检测室、质量评价室等 25 个功能实验室，同时配套有 7200 多平方米国内一流的实验动物房，满足开展猪、禽、犬、猫、兔、小鼠等动物试验需要；试验仪器设备数量达到 500 余台(套)。工艺技术开发上具备病毒悬浮培养技术平台、细菌高密度发酵、抗原高效浓缩纯化、弱毒疫苗耐热保护、新型免疫佐剂等多个行业关键技术平台，成功产出多个悬浮细胞、畜禽新型佐剂和抗原纯化高端工艺，基因工程技术开发上，囊括了反向遗传技术、基因编辑技术、亚单位疫苗、活载体疫苗和核酸疫苗在内的多个基因工程技术平台，可迭代升级多个产品和技术，实现了有效免疫蛋白的高效表达，研制出安全、有效、质量可控的高端高效产品。

图 19：生物制品研究院研发设备



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 20：生物制品研究院研发环境



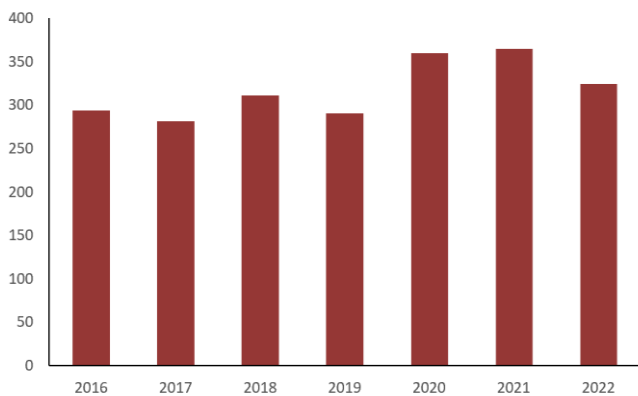
数据来源：公司官网，西南证券整理

➤ 药物研究院

瑞普生物药物研究院研发领域包括原料小分子新结构、制剂、中药、微生态、药物分析和药物评价,在原料药研发上初步实现了新品型培育研究、创新药筛选创制技术、杂质制备及结构解析、手性药物合成平台、体外活性测试平台、靶动物测试平台、成药性平台等多个新药研发平台。药物制剂研发方面形成了长效缓释制剂、纳米制剂等多个领先技术平台。中药与天然植物研发方面形成了多种疫病动物体内外相关性评价模型,可以快速获取中药有效成分或有效部位群,研制安全、有效、质量可控的现代中兽药及天然植物添加剂。微生态方面在功能菌构建、高密度发酵、分离纯化等方面实现了技术突破。

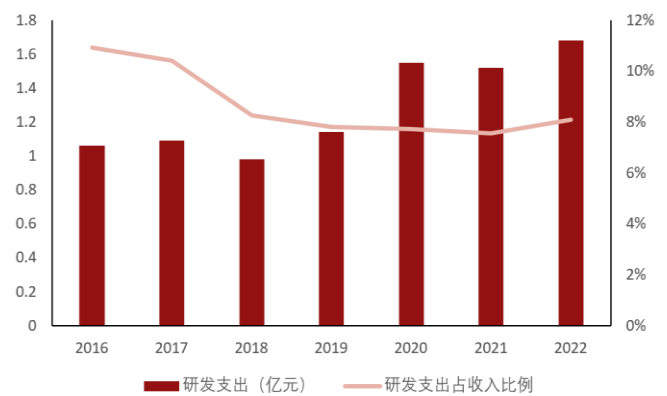
公司重视研发人员扩容,已建立起领军人才领衔、专业布局科学、学历梯队合理的一流创新团队。公司研发创新团队拥有 12 位国家级人才,天津市有突出贡献专家、天津市“131 人才工程”一层次与二层次创新型人才、天津市中青年科技创新人才等省级人才 32 位。截至 2022 年底公司研发人员数量为 324 人,研发人员占员工总人数比例为 13.1%,与 21 年水平相近,公司研发创新团队不断扩容,学科涵盖动物医学、预防兽医、兽医临床学等多个领域。另外,公司开展了专利及技术秘密管理工作,鼓励员工积极开展发明创造,形成了“工资+创新关键节点奖励+创新成果销售提成”的创新激励体系。公司多年来对创新研发进行持续投入,研发费用持续上升,公司研发支出连续多年位居行业前列,2022 年公司研发支出为 1.7 亿元,占营业收入比例为 8.1%,公司研发费用率较 16、17 年有所下降主要是营收提升所致,从绝对值上观测,公司的研发力度持续加大。

图 21: 瑞普研发人员数量 (人)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 22: 公司研发支出与占收入比例



数据来源: wind, 西南证券整理

持续性高研发投入,助力公司构筑产品优势。经过二十年来不断创新和持续发展,公司在 H5 亚型禽流感灭活疫苗、H9 亚型禽流感疫苗产品线系列、猪圆环病毒 2 型疫苗、高端兽用晶体药物及制剂如头孢晶体原料及制剂、替米考星原料及肠溶制剂、缓释控释及混悬制剂、纯中药制剂、动物养殖环境调节剂、消毒剂等多个细分领域已经形成了领先优势。在研产品中包括孟布酮注射液和粉剂、泰地罗新注射液、猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗、口蹄疫病毒非结构蛋白 3ABC 阻断 ELISA 抗体检测试剂盒等产品,有望进一步增强产品竞争力。

表 8：公司畜禽业务在研产品

项目名称	2022H1 进展情况	项目意义
孟布酮注射液和粉剂	已经获得《新兽药注册证书》，处于产品转产研究和产品文号申报阶段	孟布酮是一种利胆剂，具有刺激胃肠道分泌的作用，能够促进胆汁、胃液、胰液的分泌，达到正常分泌量的 2-5 倍，该新兽药的研制成功填补了我国空白，可扭转临床上对于动物消化不良、食欲不振、便秘腹胀等病症滥用抗生素的局面，有利于我国限抗政策的实施。
泰地罗新注射液	已经获得《新兽药注册证书》，处于产品转产研究和产品文号申报阶段。	泰地罗新是最新动物专用的大环内酯类半合成抗生素，为泰乐菌素的衍生物。泰地罗新是广谱抗菌药，对革兰氏阳性菌和革兰氏阴性菌均具有抗菌活性，用于预防和治疗对泰地罗新敏感的胸膜肺炎放线杆菌、多杀性巴氏杆菌、支气管败血波氏杆菌、副猪嗜血杆菌等细菌引起的猪呼吸道疾病。泰地罗新注射液的研制成功和获批有利于我国大环内酯类产品轮换用药，减少细菌耐药性的产生，同时也丰富了公司在抗菌药的产品线布局。
猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗	通过新兽药注册的复核检验	猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗为公司第一个基因工程亚单位疫苗产品，新产品的成功上市，将为公司打造基因工程表达系统平台奠定坚实基础
口蹄疫病毒非结构蛋白 3ABC 阻断 ELISA 抗体检测试剂盒	已经取得《新兽药注册证书》，目前处于新兽药产品批准文号申请阶段。	该试剂盒是“口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白缺失表位疫苗 (O/rV-1 株+A/rV-2 株)”的关键配套技术，是我国各省(市)口蹄疫流行病学监测诊断和疫病净化的首选工具。该产品的成功研制，进一步体现了公司研发创新的能力和持续研发投入的结果，丰富公司诊断制剂产品结构，持续满足客户需求，推动产品升级。
草鱼维氏气单胞菌败血症灭活疫苗	已经取得临床批件，目前处于临床试验阶段	该产品主要针对危害我国草鱼养殖业的重要病害—维氏气单胞菌病，建立了从病原分离鉴定、毒力机制研究、疫苗理性设计到产品质量研究的技术链条，为养殖业的绿色高质量发展提供重要技术支撑。对公司服务水产市场具有重要的社会意义和经济意义。

数据来源：公司公告，西南证券整理

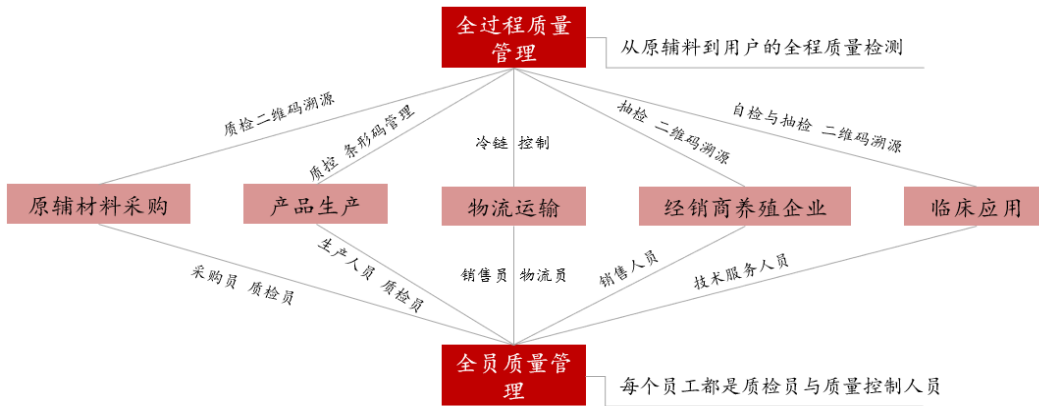
持续打造产学研合作平台，多方面补充公司研发能力。公司创建了股权投资、战略合作、联合攻关、委托研发四种产学研合作模式，与艾棣维欣、哈兽研、兰兽研、德国汉诺威兽医大学、美国宾西法尼亚州州立大学、中国农大、华中农大等国内外知名科研院所、企业建立了长期、稳定的战略合作、项目合作关系。通过产学研一体化合作，公司获得了基因工程技术、高效表达技术等多种核心疫苗制备技术，多方面补足了公司技术短板和研发创新能力。

图 23：瑞普生物部分产学研合作单位


数据来源：公司公告，西南证券整理

全面升级质量标准，打造优质产品。截至 22 年 H1，公司拥有 19 家分（子）公司、10 个 GMP 生产基地、生产线 83 条，其中 DNA 疫苗生产线、药物晶型生产线、重组蛋白生产线等新型兽药生产具备行业先发布局优势。2021 年 3 月，公司宣布建立符合新版 GMP 要求的质量管理制度并落地督促质量事故管理制度，建立质量标准管理流程。公司全面升级产品质量标准，细化十统一的标准和落地计划，以“极致高品质，优质快响应，质量零缺陷，事故必买单”为质量方针，进行全员质量管理。

图 24：瑞普生物的质量管理体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

销售方面，公司多重销售渠道共存，全方位输出兽药产品。公司主要采用大客户直销、经销商销售及政府招标采购三种销售模式。（1）大客户开拓效果显著：，公司与新希望、温氏等多个养殖集团达成战略合作，为大客户提供精细化生物安全综合防控方案，从疫病监测、疫苗评价、生物安全等多维度提升养殖效益指标，提高存量客户忠诚度。2023 年 3 月，公司发布公告以自有资金 6300 万元收购圣维生物股权，收购完成后公司持股比例为 15%，并与圣农发展、圣维生物签署战略合作协议，旨在实现各方共同发展。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。（2）经销商渠道：针对小规模养殖和散养客户采用经销商模式，以覆盖家禽 1500 个重点养殖县、家畜 1000 个重点养殖县为目标，鸡、猪、水禽三线并进。公司一方面定期对经销商开展线下培训和技术推广，提高经销商服务水平；另一方面，公司邀请专家多频次进行疫病防控与饲养管理课程培训，为客户解疑答惑，提升瑞普养殖终端的品牌影响，建立互惠共赢的合作关系。（3）招采：公司重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rHN5801 株+rGD59 株，H7N9 rHN7903 株），是国内针对禽流感病毒多亚型、多基因型毒株的最新三价灭活疫苗之一，被列入国家批准使用的政府招标疫苗名录。

图 25：瑞普生物的三种销售渠道



数据来源：公司公告，西南证券整理

兽药生产商转型服务商，以全方位、多元化的服务建立经营优势。公司以“为客户提供全方位优质服务”为宗旨，树立“高品质+可信赖+强服务”的全方位销售模式，加快由生产商向服务商转型。公司不断完善疫病防治的技术服务体系，并加强种畜质量、饲养管理等方面的服务能力，为客户提供“流调-监测-诊断-预警-方案-执行”一体化动物健康养殖解决方案。公司与养殖集团共建了联合动物疫病检测诊断中心，从产品评价和疾病预警等多个方面开展深度合作，规范化的检测平台、标准化的检测流程、信息化的检测分析，提高了公司的技术服务水平。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑禁抗政策带来的非强制免疫疾病的疫苗普及率提升，公司三价禽流感疫苗产品优质，预计 2023-2025 年兽用生物制品板块价格基本稳定，销量增速为 14%/15%/15%，对应毛利率分别为 64%/65%/67%。

假设 2：参考生猪及能繁母猪目前的存栏量以及未来发展趋势，结合规模化养殖发展趋势以及公司化药产能建设进程，预计 2023-2025 年原料药及制剂板块，销量增速为 17%/20%/22%，对应毛利率分别为 42%/44%/44%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
兽用生物制药	收入	1,031.22	1,175.59	1,351.93	1,554.72
	增速	-2.73%	14.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	63.74%	64.00%	65.00%	67.00%
原料药及制剂	收入	1,018.58	1,191.74	1,430.09	1,744.71
	增速	10.54%	17.00%	20.00%	22.00%
	毛利率	38.64%	42.00%	44.00%	44.00%
其他及内部抵消	收入	34.46	39.63	45.57	52.41
	增速	34.71%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	-119.62%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	2,084.3	2,407.0	2,827.6	3,351.8
	增速	3.84%	15.48%	17.48%	18.54%
	毛利率	48.44%	52.88%	54.14%	54.76%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取动物保健行业中的三家主流公司：中牧股份、普莱柯、生物股份。三者 2022 年平均 PE 为 36 倍，2023 年平均 PE 为 26 倍，考虑到公司产品优质，布局全面，维持“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600195	中牧股份	13.69	0.51	0.55	0.69	0.83	26.84	24.89	19.84	16.49
603566	普莱柯	26.70	0.76	0.61	0.80	1.07	35.13	43.77	33.38	24.95
600201	生物股份	10.76	0.34	0.28	0.42	0.52	31.65	38.43	25.62	20.69
平均值							31	36	26	21
300119	瑞普生物	21.79	0.88	0.74	1.18	1.48	25	29	18	14

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

下游养殖端突发疫病、产品研发进度不及预期、下游需求不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2084.25	2406.95	2827.58	3351.82	净利润	373.77	603.18	742.07	897.98
营业成本	1074.61	1134.23	1296.80	1516.29	折旧与摊销	108.04	121.99	121.99	121.99
营业税金及附加	20.40	23.06	27.23	32.31	财务费用	17.35	9.89	7.26	3.57
销售费用	344.07	373.08	438.27	519.53	资产减值损失	0.47	0.00	0.00	0.00
管理费用	142.82	300.87	339.31	402.22	经营营运资本变动	88.78	-95.43	-177.70	-200.34
财务费用	17.35	9.89	7.26	3.57	其他	-198.92	-90.74	-75.72	-82.32
资产减值损失	0.47	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	389.49	548.88	617.89	740.88
投资收益	4.05	15.00	15.00	20.00	资本支出	-399.44	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	51.38	100.00	100.00	110.00	其他	-845.29	826.13	42.93	89.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1244.73	776.13	-7.07	39.18
营业利润	416.64	680.82	833.70	1007.90	短期借款	75.59	21.28	-110.98	-161.28
其他非经营损益	-2.83	-4.07	-4.45	-4.64	长期借款	101.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	413.81	676.75	829.25	1003.26	股权融资	-20.07	0.00	0.00	0.00
所得税	40.04	73.57	87.18	105.27	支付股利	-163.69	-137.49	-219.18	-274.45
净利润	373.77	603.18	742.07	897.98	其他	-41.22	-28.70	-7.26	-3.57
少数股东损益	27.07	50.48	50.00	60.00	筹资活动现金流净额	-48.35	-144.92	-337.41	-439.29
归属母公司股东净利润	346.70	552.69	692.07	837.98	现金流量净额	-903.55	1180.09	273.41	340.76
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	384.42	1564.52	1837.92	2178.68	成长能力				
应收和预付款项	803.81	821.74	994.65	1185.54	销售收入增长率	3.84%	15.48%	17.48%	18.54%
存货	367.06	387.41	443.13	518.44	营业利润增长率	-16.57%	63.41%	22.46%	20.89%
其他流动资产	1538.00	817.43	893.95	943.12	净利润增长率	-13.80%	61.38%	23.03%	21.01%
长期股权投资	377.49	377.49	377.49	377.49	EBITDA 增长率	-10.03%	49.94%	18.49%	17.71%
投资性房地产	46.98	50.98	52.07	50.63	获利能力				
固定资产和在建工程	1561.78	1498.92	1436.06	1373.19	毛利率	48.44%	52.88%	54.14%	54.76%
无形资产和开发支出	469.04	460.01	450.97	441.94	三费率	24.19%	28.41%	27.76%	27.61%
其他非流动资产	557.69	557.60	557.51	557.42	净利率	17.93%	25.06%	26.24%	26.79%
资产总计	6106.27	6536.08	7043.75	7626.45	ROE	8.30%	12.14%	13.52%	14.69%
短期借款	666.71	687.98	577.01	415.73	ROA	6.12%	9.23%	10.54%	11.77%
应付和预收款项	499.19	467.05	552.40	651.22	ROIC	10.68%	15.50%	17.73%	19.57%
长期借款	191.18	191.18	191.18	191.18	EBITDA/销售收入	26.01%	33.76%	34.06%	33.82%
其他负债	248.10	223.07	233.48	255.10	营运能力				
负债合计	1605.17	1569.29	1554.07	1513.23	总资产周转率	0.35	0.38	0.42	0.46
股本	468.02	468.02	468.02	468.02	固定资产周转率	2.10	2.13	2.78	3.70
资本公积	2202.94	2202.94	2202.94	2202.94	应收账款周转率	2.59	2.65	2.79	2.75
留存收益	1591.70	2006.91	2479.80	3043.34	存货周转率	2.94	2.99	3.11	3.14
归属母公司股东权益	4221.51	4636.71	5109.60	5673.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.61%	—	—	—
少数股东权益	279.59	330.08	380.08	440.08	资本结构				
股东权益合计	4501.10	4966.79	5489.68	6113.22	资产负债率	26.29%	24.01%	22.06%	19.84%
负债和股东权益合计	6106.27	6536.08	7043.75	7626.45	带息债务/总负债	53.45%	56.02%	49.43%	40.11%
					流动比率	2.36	2.82	3.31	3.96
					速动比率	2.08	2.51	2.96	3.54
					股利支付率	47.22%	24.88%	31.67%	32.75%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	542.03	812.70	962.95	1133.45	每股收益	0.74	1.18	1.48	1.79
PE	28.58	17.93	14.32	11.82	每股净资产	9.62	10.61	11.73	13.06
PB	2.20	1.99	1.80	1.62	每股经营现金	0.83	1.17	1.32	1.58
PS	4.75	4.12	3.50	2.96	每股股利	0.35	0.29	0.47	0.59
EV/EBITDA	15.13	9.51	7.55	5.94					
股息率	1.65%	1.39%	2.21%	2.77%					

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
	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
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	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.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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