

## 瑞普生物 (300119.SZ) 买入 (首次评级)

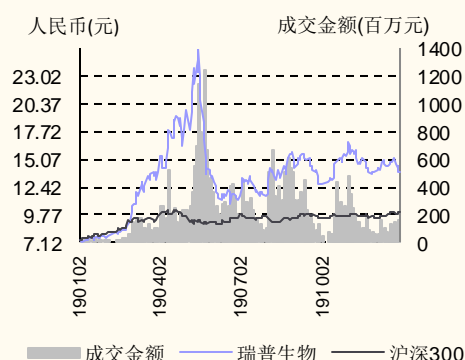
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 13.99 元

目标价 (人民币): 19.00 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.04
已上市流通 A 股(亿股)	2.44
总市值(亿元)	56.22
年内股价最高最低(元)	15.14/13.90
沪深 300 指数	4022
创业板指	1768



## 禽类疫苗量价齐升，重磅单品持续放量

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.26	0.29	0.47	0.61	0.75
每股净资产(元)	4.83	4.97	4.98	5.27	5.63
每股经营性现金流(元)	0.27	0.43	0.53	0.74	0.95
市盈率(倍)	46.00	25.53	29.65	22.80	18.46
净利润增长率(%)	-21.00%	13.43%	59.40%	30.03%	23.54%
净资产收益率(%)	5.37%	5.92%	9.41%	11.56%	13.39%
总股本(百万股)	404.49	404.49	404.49	404.49	404.49

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

## ■ 禽类疫苗：迎来量价齐升新时机

- 禽流疫情仍严峻，疫苗预防为主要措施之一，国内外禽流疫情仍严峻，目前我国主要以采招为主，2018年禽苗市场达到76.6亿元。
- 量升：禽类行业处于景气周期+猪类替代推动行业扩容；1) 受益于供给端偏紧、强制换羽弱化，2018年下半年行业进入景气周期，目前我国祖代引种量从最高点15年的151万套下降到18年的75万套，供给端显现偏紧状态，叠加换羽无法大面积进行，下半年各产品价格均持续上涨，从而促进禽类养殖的积极性，禽用疫苗的市场也有望受益于养殖量的回升；2) 禽类作为最好的替代品，高需求有望延续至明年，根据各种肉类价格及供给周期，禽类是猪肉最好的替代肉品，中性条件下我们预计禽类需求的提振幅度为30%。
- 价升：行业面临产品升级变革期，价格稳步抬升；今年年初政府招标H5+H7亚型高致病性禽流感二价灭活疫苗变更为三价灭活疫苗，各地三价苗采购价格均在0.25-0.3元/ml之间，较之以往价格提升了约87.5%，新型疫苗价格的提升也将带来禽流感疫苗市场的大幅扩容。
- 公司作为禽类疫苗龙头充分享受行业红利
  - 子公司华南生物中标重磅单品，明年有望快速放量；公司打破原有竞争格局，拿到三价灭活疫苗批准文号，并且此毒株疫苗由华南生物独家生产，具有全禽源、全基因、全新变异株、高抗体水平、高交叉攻毒保护等优势；目前华南生物已中标广西、广东、山西等多个政府招标，预计今年三价苗收入有望达到2.5亿，华南生物营收有望突破3亿，同时新产品上市带动华南生物毛利率上升12个点。从长期看，公司依托华南农业大学等多个平台，研发储备丰富，增长动力充足。

## 盈利预测与投资建议

- 公司为禽类疫苗龙头，目前禽苗行业量价齐升，公司禽苗新品放量，我们预计公司2019/20/21年净利润为1.90/2.47/3.05亿元，增速分别为59.40%、30.03%、23.54%，给予公司2020年30倍估值，对应目标价为19元/股，给予买入评级。

## 风险

- 禽流疫情风险、养殖景气不及预期风险、市场竞争加剧、公司疫苗中标情况不及预期风险、猪用疫苗和化药板块出现下滑、国家防疫政策变化风险。

沈嘉妍 联系人  
shenjiayan@gjzq.com.cn  
vuan wei@aiza.com.cn  
(8621)60230221

## 内容目录

1、行业：禽业景气度延长，推动禽苗市场高增长.....	4
1.1 禽流感疫情仍严峻，疫苗预防为主要措施之一.....	4
1.2 禽类行业处于景气周期，猪肉替代有效延长景气度.....	5
1.3 行业面临产品升级变革期，价格稳步抬升.....	8
2、公司新品持续放量，充分享受行业红利.....	11
2.1 子公司华南生物中标重磅单品.....	11
2.2 营销改革促增长，新品持续放量.....	12
2.2 多产品研发储备，后续持续发力.....	13
3、非瘟疫情下猪用疫苗化药板块有望保持稳定增长.....	15
4、盈利预测与投资建议.....	16
4.1 营收拆分与盈利预测.....	16
4.2 投资建议.....	17
5、风险提示.....	18
附录、产品线齐全的禽用疫苗龙头.....	19

## 图表目录

图表 1：2016-2019 年我国高致病性禽流感疫情统计.....	4
图表 2：2005 年以来全球家禽高致病性禽流感疫情情况一览.....	5
图表 3：2011-2018 年禽苗市场规模.....	5
图表 4：白羽鸡全系养殖周期.....	6
图表 5：白羽肉鸡年引种量（万套）.....	6
图表 6：白羽肉鸡分月引种量（万套）.....	6
图表 7：在产祖代、父母代存栏及父母代销售（万套）.....	7
图表 8：父母代、商品代鸡苗价格.....	7
图表 9：鸡肉价格与猪肉价格呈相关关系.....	7
图表 10：各动物蛋白来源产量.....	7
图表 11：白羽肉鸡猪肉替代测算.....	7
图表 12：强免政策推动产品升级变革.....	8
图表 13：2019 年鸡三价苗招标情况.....	8
图表 14：2019 年重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗.....	11
图表 15：重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗与二价疫苗对比.....	11
图表 16：公司禽类疫苗营收及同比增长.....	12
图表 17：公司禽类疫苗销售情况.....	12
图表 18：华南生物营收净利润逐步释放.....	13
图表 19：2018 年 H5+H7 竞争格局.....	13
图表 20：H5+H7 市场空间.....	13

图表 21: 华南生物研发储备.....	14
图表 22: 公司研发费用及占比.....	14
图表 23: 公司原料药及制剂收入与同比增长.....	15
图表 24: 化药企业销售额及同比增长.....	15
图表 25: 化药企业资产利用率 (%) .....	15
图表 26: 公司营收拆分 (百万元) .....	16
图表 27: 同类公司可比估值.....	17
图表 28: 公司历史估值.....	17
图表 29: 公司业务布局及发展.....	19
图表 30: 公司主要产品.....	19
图表 31: 公司营收及增长.....	20
图表 32: 公司净利及增长.....	20
图表 33: 公司业务构成.....	20
图表 34: 公司毛利率水平.....	20
图表 35: 公司近三年兽药证书.....	21

## 1、行业：禽业景气度延长，推动禽苗市场高增长

### 1.1 禽流感疫情仍严峻，疫苗预防为主要措施之一

- 禽流感为我国一类动物疫病，是由A型流感病毒引起的禽类的一种呼吸道疾病。禽流感分为高致病性禽流感（HPAI）和低致病性禽流感（LPAI），目前在家禽中流行的主要有H5、H6、H7、H9等亚型，其中H5和H7亚型的某些毒株可以造成禽类很高的发病率和死亡率，为高致病性禽流感（HPAI）病毒。同时高致病性禽流感不仅对养禽业造成毁灭性打击，且能够持续不断地跨种间传播感染人类。
- 国内国外禽流感疫情防控仍严峻，目前我国主要流行H5N1亚型高致病性及H9N2亚型低致病性禽流感。2013年我国首次出现H7N9疫情，H5N1型疫情也在2013年开始爆发，2014年我国开始出现H5N6型禽流感疫情，最近几年禽流感疫情仍有发生，近四年共有35例高致病性禽流感发生，其中H5N1共发生4起，H5N6共发生16起，H7N9发生15起；同时周边国外地区疫情情况仍存在，也使得我国加以重视疫情防控。
- 疫苗预防为禽流感主要措施之一，目前我国禽流感疫苗主要以采招为主，2018年我国禽苗市场达到76.6亿元。

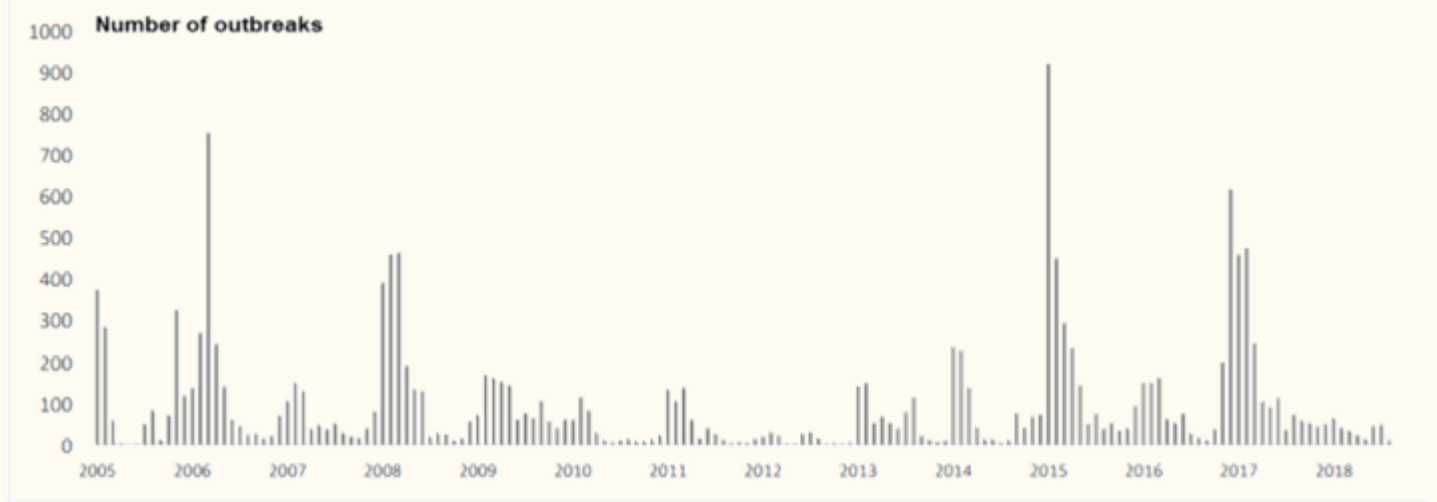
图表 1：2016-2019 年我国高致病性禽流感疫情统计

年份	地区	感染源	毒病类型	发病数	死亡数	扑杀数
2016 年 (7 例)	贵州六盘水	鸡鸭	H5N1	5869	5617	29528
	贵州黔南	蛋鸡	H5N6	3258	3120	17001
	湖南桑植	家禽	H5N6	605	293	28625
	甘肃金昌			30000	18000	77172
	湖北孝感			4338	3934	2166
	四川绵竹			13000	11000	38000
	新疆伊犁			16000	10716	55903
2017 年 (12 例)	湖北黄石	鸭	H5N6	134	86	681
	湖南永州	蛋鸡	H7N9	29760	18497	171179
	河北邢台			8500	5000	80057
	河南平顶山			7500	5770	77040
	天津武清			10000	6000	92150
	陕西榆林			22000	22000	23000
	内蒙古呼和浩特			59556	35526	371230
	内蒙古包头			3850	2056	52967
	黑龙江双鸭山			20150	19500	16610
	内蒙古自治区	蛋鸡	H5N1	35000	15000	66500
	贵州黔南	鹤鹑	H5N6	13103	9750	8110
安徽滁州	肉鸡	H7N9	1368	19500	74463	
2018 年 (13 例)	陕西铜川	蛋鸡	H7N9	1000	810	1000
	广西灵川	肉鸭	H5N6	28000	23950	30462
	山西临汾	蛋鸡	H7N9	812	699	6374
	宁夏同心			1200	585	13578
	宁夏固原			3000	2210	30196
	辽宁沈阳			11000	9000	30469
	青海大柴旦	肉鸡	H5N1	1050	1050	565
	贵州惠水	家禽	H5N6	5297	4948	32351
	湖南凤凰			516	385	1029
	湖北点军			340	340	4997
	云南腾冲			4800	4420	10280
云南禄劝	6540			5400		
江苏扬州	1200			320	31329	
2019 年	云南丽江	家禽	H5N6	463	463	55917

	辽宁锦江	孔雀	H7N9	9	9	190
	辽宁沈阳	家禽	H5N1	24500	1000	25472

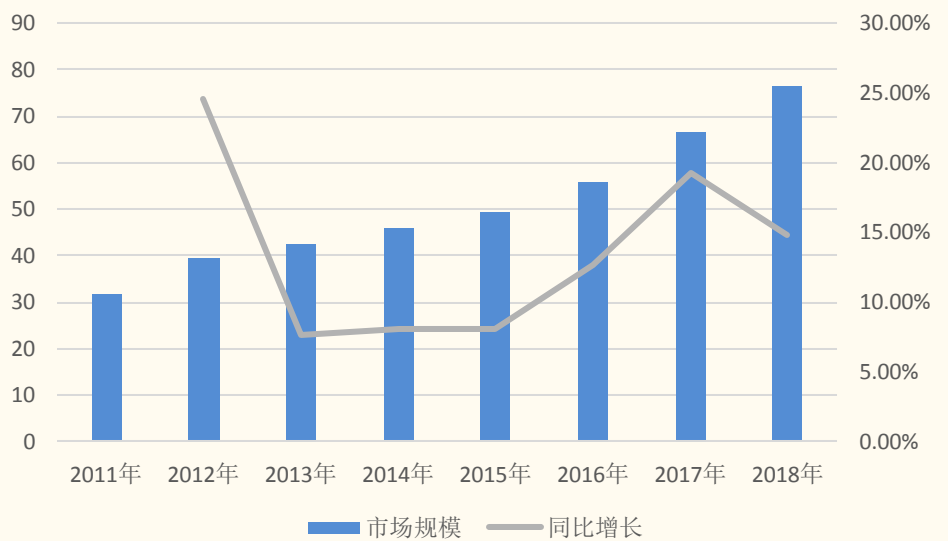
来源：农村农业部、博亚和讯、国金证券研究所

图表 2：2005 年以来全球家禽高致病性禽流感疫情情况一览



来源：《高致病性禽流感疫情报告》、国金证券研究所

图表 3：2011-2018 年禽苗市场规模（亿元）



来源：智研咨询、国金证券研究所

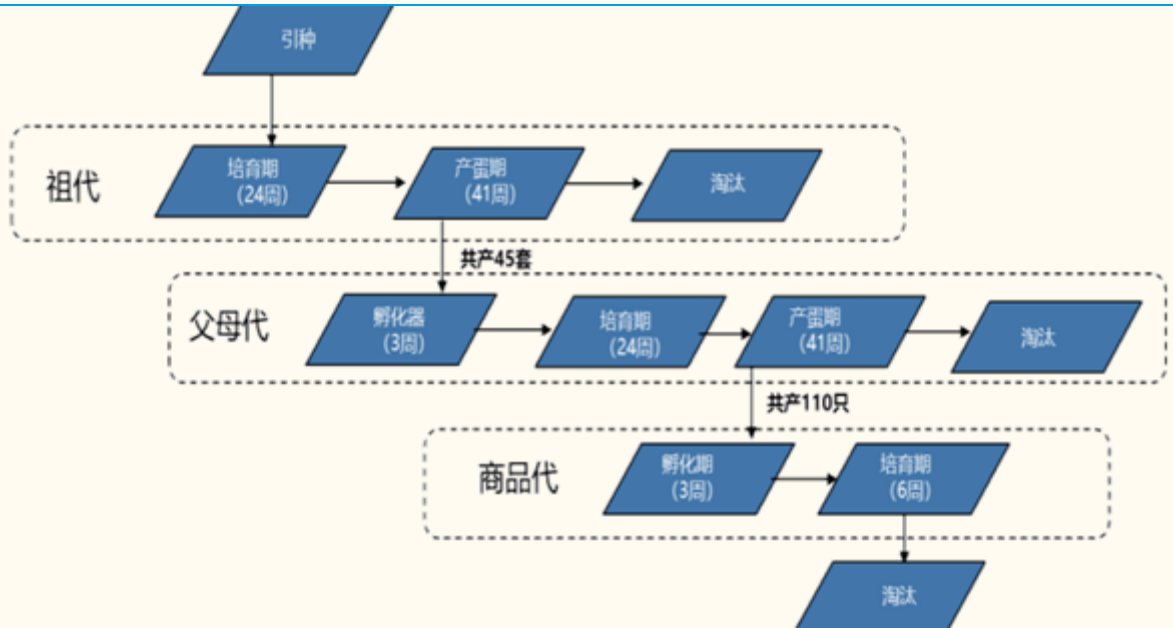
## 1.2 禽类行业处于景气周期，猪肉替代有效延长景气度

### 1) 禽类行业处于景气周期

- 受益于供给端偏紧、强制换羽弱化，以及非瘟疫情带来的替代催化，2018 年下半年行业进入景气周期，由于 15 年欧美爆发禽流感，我国祖代引种量急速下降，从最高点 15 年的 151 万套下降到 18 年的 75 万套，而白羽肉鸡养殖周期通常在 60 周到 142 周，目前 15 年前的高引种量已全部消耗，供给端显现偏紧状态；而由于前几年引种下降，15-17 年种鸡几乎全部进行了换羽，但目前种公鸡缺少无法配种，从而限制了换羽。

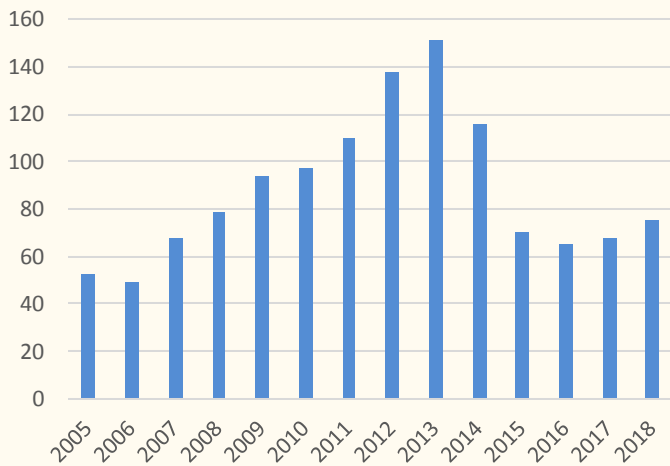
- 低供给叠加换羽无法大面积进行，2018 年下半年产业链各产品价格均持续上涨，从而也促进了禽类养殖的积极性，禽用疫苗的市场也有望受益于养殖量的回升。

图表 4：白羽鸡全系养殖周期



来源：益生股份招股说明书、国金证券研究所

图表 5：白羽肉鸡年引种量（万套）



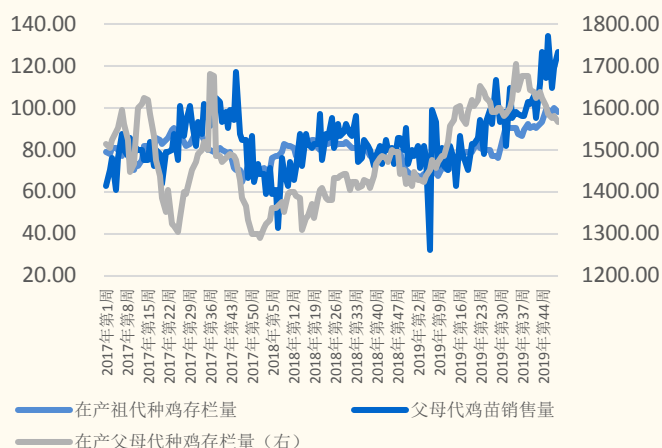
来源：中国畜牧业协会、国金证券研究所

图表 6：白羽肉鸡分月引种量（万套）

	2017		2018		2019	
	单月	累计	单月	累计	单月	累计
1月	8.2	8.2	1.3	1.3	4	4
2月	8.09	16.29	1.04	2.34	10.47	14.47
3月	0	16.29	7.28	9.62	10.93	25.4
4月	3.9	20.19	6.12	15.74	11.48	36.88
5月	0.87	21.06	6.91	22.65	8.49	45.37
6月	5.62	26.68	2.7	25.35	3.42	48.79
7月	6.52	33.2	4.05	29.4	6.59	55.38
8月	4.08	37.28	2.5	31.9	13.36	68.74
9月	8.08	45.36	7.43	39.33	9.64	80.38
10月	7	52.36	14.77	54.1	8.09	88.47
11月	8.97	61.33	10.7	64.8	15.24	103.7
12月	7.38	68.71	9.74	74.54		

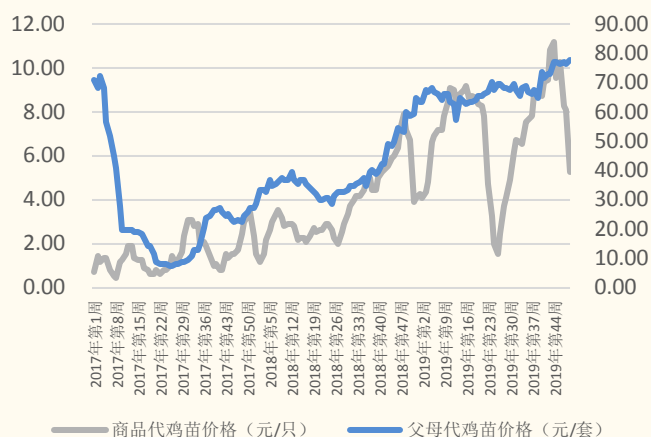
来源：中国畜牧业协会、国金证券研究所

图表 7：在产祖代、父母代存栏及父母代销售（万套）



来源：中国畜牧业协会、国金证券研究所

图表 8：父母代、商品代鸡苗价格



来源：中国畜牧业协会、国金证券研究所

## 2) 受非瘟去产能影响，禽类作为最好的替代品需求增加

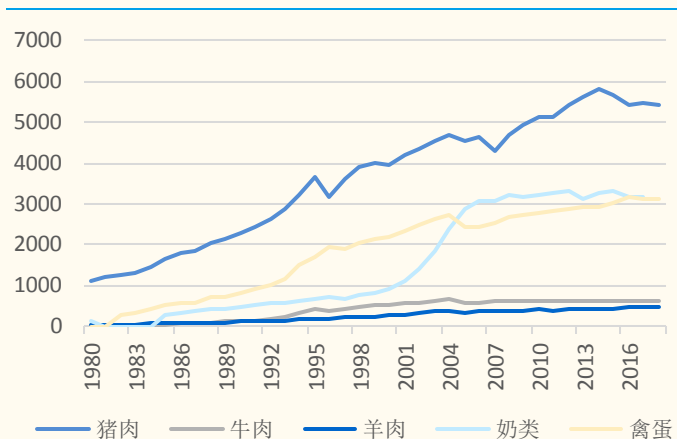
- 根据各种肉类价格及供给周期，禽类是猪肉最好的替代肉品，主要源于牛羊价格过高且生产周期长限制替代效应，水产品供给稳定短期无法替代，并且从价格周期看，鸡肉价格与猪肉价格呈相关关系，但因为生猪与禽类生长周期不同，故价格变化幅度也有较大异同；考虑到猪肉进口及自身价格上涨带来的缺口消化，中性假设下预计对于禽类需求的提振幅度为 30%。

图表 9：鸡肉价格与猪肉价格呈相关关系



来源：wind、国金证券研究所

图表 10：各动物蛋白来源产量



来源：wind、国金证券研究所

图表 11：白羽肉鸡猪肉替代测算

2018 年猪肉产量 (万吨)	去产能幅度假设	去产能后产量 (万吨)	缺口 (万吨)	禽类替代幅度假设			提振幅度 (10%)	提振幅度 (20%)	提振幅度 (30%)
				10%	15%	20%			
5,593.00	25%	4194.75	1,398.3	139.83	209.74	279.65	12.63%	18.95%	25.26%
5,593.00	30%	3915.1	1,677.9	167.79	251.69	335.58	15.16%	22.74%	30.31%
5,593.00	35%	3635.45	1,957.6	195.76	293.63	391.51	17.68%	26.53%	35.37%
5,593.00	40%	3355.8	2,237.2	223.72	335.58	447.44	20.21%	30.31%	40.42%
5,593.00	45%	3076.15	2,516.9	251.69	377.53	503.37	22.74%	34.10%	45.47%
5,593.00	50%	2796.5	2,796.5	279.65	419.48	559.30	25.26%	37.89%	50.52%
5,593.00	55%	2516.85	3,076.2	307.62	461.42	615.23	27.79%	41.68%	55.58%

来源：国金证券研究所

### 1.3 行业面临产品升级变革期，价格稳步抬升

- 禽流感为我国一类动物疾病，免疫接种是防控禽流感最重要的措施之一，由于禽流感病毒血清亚型众多，并且不同血清亚型间无交叉保护力，因此高效安全且含有多价抗原的灭活疫苗是免疫成败的关键所在，我国一直对禽流感进行强制免疫，近几年因为毒株的变异经过了多次变革，2018年新增 H7 亚型高致病性禽流感免疫，免疫病种为 H5+H7 型二价高致病性禽流感疫苗，今年年初 H5+H7 亚型高致病性禽流感二价灭活疫苗变更为三价灭活疫苗：
  - **2019 年国家动物疫病强制免疫计划：**
    - 1) 免疫病种：高致病性禽流感、口蹄疫、小反刍兽疫、布鲁氏菌病、包虫病；
    - 2) 免疫要求：对高致病性禽流感群体免疫密度应常年保持在 90% 以上，其中应免畜禽免疫密度应达到 100%，高致病性禽流感免疫抗体合格率全年保持在 70% 以上。
    - 3) 免疫动物种类和区域：高致病性禽流感对全国所有鸡、水禽（鸭、鹅）、人工饲养的鹌鹑、鸽子等，进行 H5 亚型和 H7 亚型高致病性禽流感免疫；
    - 4) 疫苗种类：经国家批准使用的 H5+H7 亚型高致病性禽流感（三价灭活疫苗）。
  - **2019 年新型疫苗带动了产品价格的提升**，根据今年招标采购价格来看，各地采购价格均在 0.25-0.3 元/ml 之间，并且大多省份招标价格在 0.3 元/ml，较之以往 0.16 元/ml 的价格提升了 87.5%，新型疫苗价格的提升也将带来禽流感疫苗市场的大幅扩容。

图表 12：强免政策推动产品升级变革

强制免疫计划	免疫动物种类和区域
《2019 年国家动物疫病强制免疫计划》	<b>2019 年 H5+H7 亚型高致病性禽流感二价灭活疫苗变更为三价灭活疫苗；</b> 对全国所有鸡、水禽（鸭、鹅）、人工饲养的鹌鹑、鸽子等，进行 H5 亚型和 H7 亚型高致病性禽流感免疫
《2018 年国家动物疫病强制免疫计划》	<b>2018 年新增 H7 亚型高致病性禽流感免疫；</b> 全国所有鸡、水禽（鸭、鹅）、人工饲养的鹌鹑、鸽子等，进行 H5 亚型和 H7 亚型高致病性禽流感免疫
《2017 年国家动物疫病强制免疫计划》	<b>H5 亚型高致病性禽流感免疫；</b> 全国所有鸡、水禽（鸭、鹅）、人工饲养的鹌鹑、鸽子等，进行 H5 亚型高致病性禽流感免疫

来源：农村农业部、国金证券研究所

图表 13：2019 年鸡三价苗招标情况

省份	采购品种	预算金额 万元	单价 元/ml	采购数量 万 ml	开标时间	中标供应商
山西	重组禽流感病毒（H5+H7）灭活疫苗	3478.464	0.3	11594.88	20190219	华南生物、辽宁益康、乾元浩、山东信得、易邦、肇庆大华农、吉林冠界
	高致病性禽流感（H5+H7）三价灭活疫苗	1957	0.25	7828	20191108	辽宁益康、吉林冠界、青岛易邦、哈药集团生物、乾元浩
吉林	重组禽流感病毒（H5+H7）灭活疫苗	3833.1	0.3	12777	20190221	
新疆	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗	348			20190222	哈药集团、乾元浩、哈尔滨维科
内蒙古	（H5N1 Re-11 株+ Re-12 株，H7N9 H7-Re2 株）（含细胞源）	2300.07	0.3	7666.9	20190228	乾元浩、青岛异邦、广东永顺



	(H5N2rSD57 株+rFJ56 株, H7N9rGD76 株)	750	0.3	2500	20190307	华南农大生物
广西	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	8550	0.3	28500	20190506	哈维科、青岛易邦、乾元浩、辽宁益康、哈药集团
	三价灭活疫苗 (细胞源, H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9-Re2 株)	1500	0.3	5000	20190507	参与投标的投标人不足 3 家, 废标
	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	1000	0.25	4000	20190917	哈尔滨维科
广东	三价灭活疫苗 (H5N2 rSD57 株+rFJ56 株, H7N9 rGD76 株)	5000	0.3	16667	20190226	华南农大生物
	三价灭活疫苗 (H5N2 rSD57 株+rFJ56 株, H7N9 rGD76 株)					
	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	40600	小于 0.3	10000	20190522	乾元浩、肇庆大华农、青岛易邦、哈维科、哈药集团、广东永顺、华南生物、吉林冠界、辽宁益康
黑龙江	三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+ Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	168	0.3	560	20190227	乾元浩、哈药集团生物、维科生物
	三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	2800	0.25	11200	20190321	哈药集团生物、哈维科、吉林冠界、辽宁益康、乾元浩、青岛易邦、
	三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	2800	0.25	11200	20190321	
重庆市	三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+ Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	7452	0.27	27600	20190308	冠界生物、辽宁益康、乾元浩
河南	三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+ Re-12 株, H7N9H7-Re2 株)		0.3		20190125	肇庆大华农、广东永顺、哈尔滨维科、青岛易邦、辽宁益康、乾元浩
	三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+ Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)				20190314	第二次招采供应商数量不足 3 家废标
	三价灭活疫苗 (H5N2 rSD57 株+rFJ56 株, H7N9 rGD76 株)					
	三价灭活疫苗 (细胞源 H5N1 Re-11 株+ Re-12 株, H7N9H7-Re2 株)		0.3		20190402	废标包改谈判, 成交华南农大
安徽	禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	11325	0.3	37750	20190319	哈药集团、山东信得、易邦、乾元浩、冠界生物、广东永顺、辽宁益康
山东	A10 重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	3335.725	0.199			青岛易邦
	A11 重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	2484.257	0.199			吉林冠界
	A8 重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	5327.639	0.199	75517.08	20190321	肇庆大华农
	A9 重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	3955.794	0.199	43		乾元浩
	禽流感病毒 (H5+H7) 三价 (鸡胚苗)	167.212	0.2	836.06	20190909	大华农
青岛	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	7000	≤0.3		20190322	
江苏	三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+ Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	7200		100、250 毫升/瓶	20190329	
	三价灭活疫苗 (细胞源, H5N1 Re-11 株+ Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	1000		100、250 毫升/瓶		
安徽	禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	11325	0.3	37750	20190318	
河北	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	9250	0.25	37000	20190409	肇庆大华农、广东永顺、哈维科、青岛易邦、华南农大
云南	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	138.72	0.3	462.4	20190412	

	重组禽流感病毒 (H5+H9) 三价灭活疫苗	276.00	0.3		20190705	乾元浩、青岛易邦、广州永顺
海南	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗				20190509	
福建	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	35400	0.245	144000	20190618	哈维科、青岛易邦、吉林冠界、辽宁益康、华南生物、乾元浩
北京市	三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	719.7	0.3	2399	20190613	
	三价灭活疫苗 (H5N2 rSD57 株+rFJ56 株, H7N9 rGD76 株)					
上海市	三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+ Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	100.5			20190605	
贵州省	三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	3742.5			20190605	乾元浩、辽宁益康、吉林冠界、广东永顺、青岛易邦、哈药集团
四川省	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re2 株)	8717.43	0.255	34186	201903	吉林冠界、山东信得、哈药集团生物疫苗有限公司、华南农大、乾元浩

来源：国家招标网、各政府采购网、国金证券研究所

## 2、公司新品持续放量，充分享受行业红利

### 2.1 子公司华南生物中标重磅单品

- 今年年初 H5+H7 亚型高致病性禽流感二价灭活疫苗变更为三价灭活疫苗，根据国家兽药基础数据库，本次三价苗拿到批准文号的共有 10 家企业，其中公司子公司华南生物首次拿到 H5+H7 疫苗文号。
- 华南生物重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗含灭活的 H5N2 亚型重组禽流感病毒 rFJ56 株、rSD57 株和 H7N9 亚型重组禽流感病毒 rGD76 株，用于预防由 H5 亚型 2.3.4.4d 分支、2.3.2.1d 分支和 H7 亚型禽流感病毒引起的禽流感，由华南农业大学兽医学院主持研发，华南生物独家生产，其疫苗毒株具有以下优势特点：
  - 全禽源（区别于其他毒株）；
  - 全基因，疫苗毒株 8 个片段均来自禽源禽流感病毒；
  - 全新变异株，得益于全面准确的流行病学信息，使用的供体毒株均为最新流行毒株，更对型，更有效；
  - 全覆盖当前最新流行 H5 和 H7 病毒，全程深度跟踪服务。
  - 高抗体水平，21 日龄 SPF 鸡一次免疫 0.3ml/羽，21 日后 H5 和 H7 的抗体水平均  $\geq 1:128$ ；
  - 高交叉攻毒保护，使用最新流行毒株进行攻毒，攻毒后试验鸡均不发病，不死亡，不排毒。

图表 14：2019 年重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗

疫苗毒株	企业	批准文号	最新批准日期
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N1 Re-11 株+Re-12 株，H7N9 H7-Re2 株）	广东永顺生物制药股份有限公司	兽药临字 190592319	2019.04.09
	哈尔滨维科生物技术开发公司	兽药生字 080012319	2019.04.08
	哈药集团生物疫苗有限公司	兽药临字 080072319	2019.04.04
	辽宁益康生物股份有限公司	兽药临字 060132319	2019.04.09
	乾元浩生物股份有限公司郑州生物药厂	兽药临字 160132319	2019.04.09
	青岛易邦生物工程有限公司	兽药临字 150132319	2019.04.04
	山东信得动物疫苗有限公司	兽药临字 153122317	2019.03.07
	肇庆大华农生物药品有限公司	兽药临字 190022319	2019.03.07
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rSD57 株+rFJ56 株，H7N9 rGD76 株）	广州市华南农大生物药品有限公司	兽药生字 190912321	2019.04.04
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）	吉林冠界生物技术有限公司	兽药生字 070372317	2019.04.09
	山东信得动物疫苗有限公司	兽药临字 153122317	2019.03.27

来源：中国兽药监察部、国金证券研究所

图表 15：重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗与二价疫苗对比

毒株	细胞源，H5N1 Re-11 株+H7N9 H7-Re2 株	细胞源，H5N1 Re-11 株+Re-12 株，H7N9 H7-Re2 株	H5N1 Re-11 株 H7N9 H7-Re2 株	H5N1 Re-11 株+Re-12 株，H7N9 H7-Re2 株	H5N2 rFJ56 株，H7N9 rGD76 株	H5N2 rSD57 株+rFJ56 株，H7N9 rGD76 株
主要成分	含灭活的经 MDCK 细胞增值的重组禽流感病毒 H5N1 亚型 Re-11 株和 H7N9 亚型 H7-Re2 株病毒	含灭活的经 MDCK 细胞增值的重组禽流感病毒 H5N1 亚型 Re-11 株、Re-12 株和 H7N9 亚型 H7-Re2 株病毒	含灭活的重组禽流感病毒 H5N1 亚型 Re-11 株和 H7N9 亚型 H7-Re2 株病毒	含灭活的重组禽流感病毒 H5N1 亚型 Re-11 株、Re-12 株和 H7N9 亚型 H7-Re2 株病毒	含灭活的 H5N2 亚型重组禽流感病毒 rFJ56 株和 H7N9 亚型重组禽流感病毒 rGD76 株	含灭活的 H5N2 亚型重组禽流感病毒 rFJ56 株、rSD57 株和 H7N9 亚型重组禽流感病毒 rGD76 株

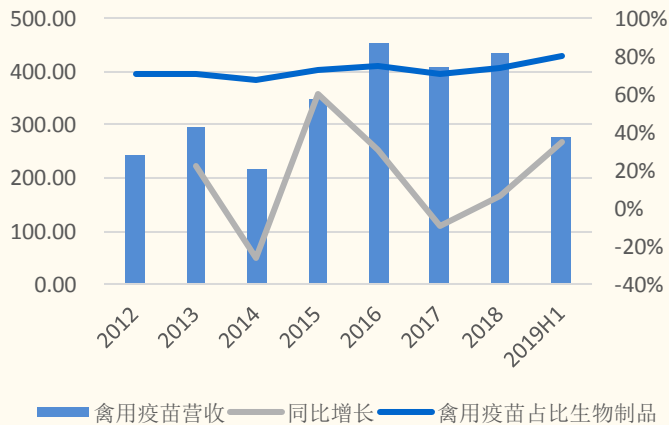
效价标准	灭活前 Re-11 株病毒液 HA 效价不低于 1: 512、H7-Re2 株病毒液 HA 效价不低于 1: 512	灭活前 Re-11 株病毒液 HA 效价不低于 1: 512、Re-12 株病毒液 HA 效价不低于 1: 512、H7-Re2 株病毒液 HA 效价不低于 1: 512	灭活前 Re-11 株鸡胚液 HA 效价不低于 1: 512、H7-Re2 株鸡胚液 HA 效价不低于 1: 512	灭活前 Re-11 株鸡胚液 HA 效价不低于 1: 512、Re-12 株鸡胚液 HA 效价不低于 1: 512、H7-Re2 株鸡胚液 HA 效价不低于 1: 512	灭活后 H5 亚型 rFJ56 株鸡胚液 HA 效价不低于 1: 256、H7N9 亚型 rGD76 株鸡胚液 HA 效价不低于 1: 256	灭活后 H5 亚型 rFJ56 株、rSD57 株鸡胚液 HA 效价不低于 1: 512、H7N9 亚型 rGD76 株鸡胚液 HA 效价不低于 1: 512
性状	乳白色均匀乳剂			均匀乳剂		
作用与用途	用于预防由 H5 亚型 2.3.4.4d 分支和 H7 亚型禽流感病毒引起的禽流感	用于预防由 H5 亚型 2.3.4.4d 分支、2.3.2.1d 分支和 H7 亚型禽流感病毒引起的禽流感	用于预防由 H5 亚型 2.3.4.4d 分支和 H7 亚型禽流感病毒引起的禽流感	用于预防由 H5 亚型 2.3.4.4d 分支、2.3.2.1d 分支和 H7 亚型禽流感病毒引起的禽流感	用于预防由 H5 亚型 2.3.4.4d 分支和 H7 亚型禽流感病毒引起的禽流感	用于预防由 H5 亚型 2.3.4.4d 分支、2.3.2.1d 分支和 H7 亚型禽流感病毒引起的禽流感
注射位置	颈部皮下或胸部肌肉注射		颈部皮下或胸部肌肉注射		颈后背部皮下或肌肉注射	
用量方法	2-5 周龄鸡每只 0.3ml; 5 周龄以上鸡每只 0.5ml; 2-5 周龄鸭和鹅每只 0.5ml; 5 周龄以上鸭和 5-15 周龄鹅每只 1.0ml; 15 周龄以上鹅每只 1.5ml					

来源：农村农业部、国金证券研究所

## 2.2 营销改革促增长，新品持续放量

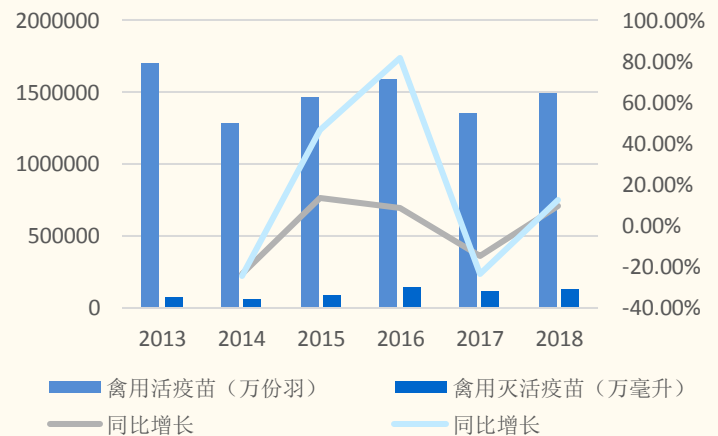
- **H5+H7 疫苗为公司带来新增长**；H5+H7 二价疫苗主要有 10 家企业，19 年华南生物新进入三价疫苗招标，打破原有竞争格局，目前华南生物已中标广西、广东、山西、河南、河北等多个政府招标，随着 H5+H7 疫苗市场规模的扩大，预计今年三价苗收入有望达到 2.5 个亿，华南生物营收有望突破 3.4 个亿，同时新产品上市带动禽用疫苗毛利率上升 12%。
- **营销改革助力明年延续高增长**；公司将瑞普营销中心与华南生物营销团队进行资源共享等措施，打通了全国范围内的销售渠道，充分借助双方在南、北方的市场优势，共享信息、共同开拓市场，在市场推广与政府招标采购中互相借力共同努力，明年是公司参与政府招标的第二年，新毒株在市场销售中均得到了肯定，在行业高景气度下明年公司有望延续高增长。

图表 16：公司禽类疫苗营收及同比增长（百万元）



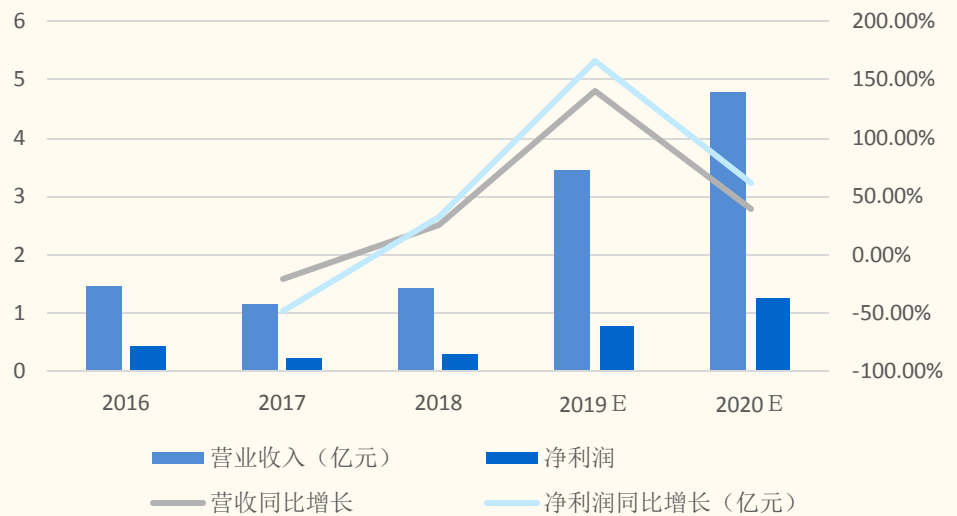
来源：wind、国金证券研究所

图表 17：公司禽类疫苗销售情况



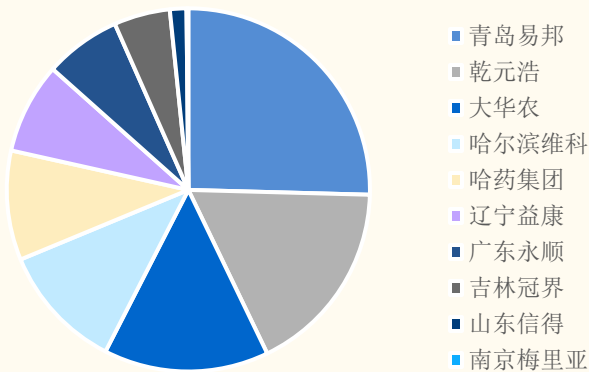
来源：wind、国金证券研究所

图表 18: 华南生物营收净利润逐步释放



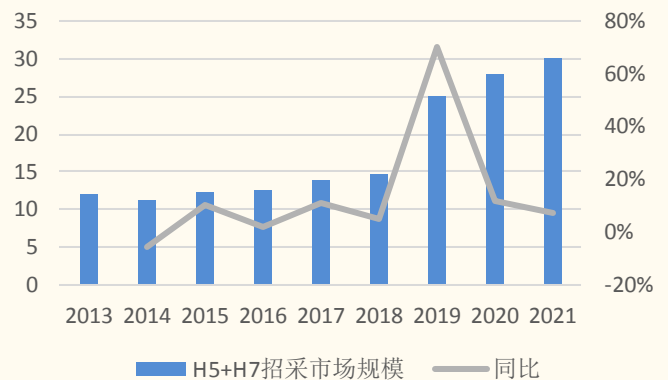
来源: wind、国金证券研究所

图表 19: 2018 年 H5+H7 竞争格局



来源: wind、国金证券研究所

图表 20: H5+H7 市场空间 (亿元)



来源: wind、国金证券研究所

## 2.2 多产品研发储备, 后续持续发力

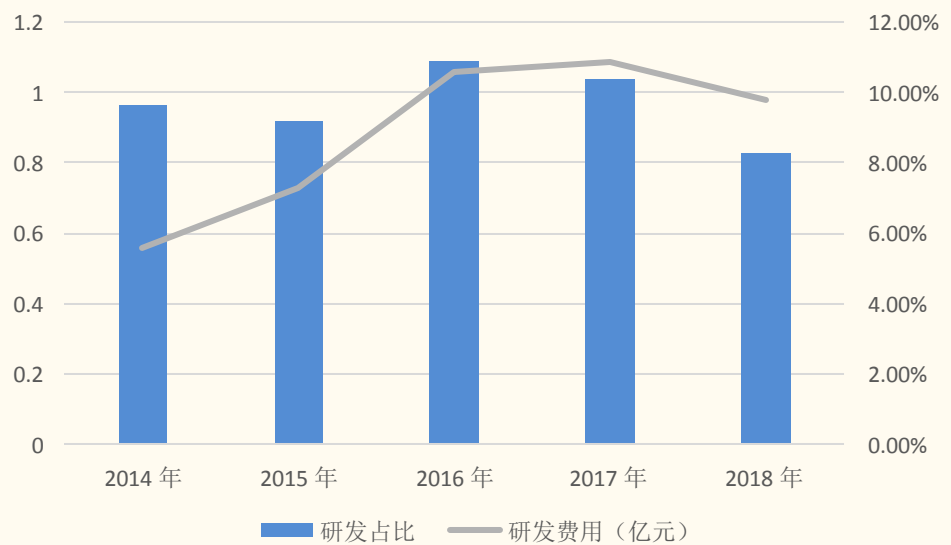
- 华南生物依托华南农业大学专注于禽病研究, 研发储备丰富, 华南农大先后自主研发成功禽流感灭活疫苗(H9N2 亚型, SS 株)、鸡新城疫、禽流感(H9 亚型)二联灭活疫苗(La Sota 株+SS 株)、禽流感灭活疫苗(H5N2 亚型, D7 株)、禽流感病毒 H5 亚型灭活疫苗(D7 株+rD8 株)(禽盾)和重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗(H5N2 rSD57 株+rFJ56 株, H7N9 rGD76 株)(禽元)等重大科研成果, 并在 2006 年和 2012 年分别获得国家科学技术进步一等奖。

图表 21：华南生物研发储备

产品	研发阶段	研发意义
重组禽流感病毒灭活疫苗（H5N2 亚型，rFJ56 株+H7N9 亚型，rGD76 株）	已完成临床试验	一针能够有效防护当前流行的 H5 和 H7 亚型禽流感病毒流行毒株，有望成为国内第二个禽流感病毒（H5+H7）二价灭活疫苗
禽流感 DNA 疫苗（H5 亚型，pH5-GD）	已获得农业部颁发的《新兽药注册证书》一类新兽药，目前为新兽药监测期	该产品科技含量高，填补了国际空白，完善公司禽用疫苗产品线。
重组新城疫病毒、禽流感（H9N2 亚型）二联灭活疫苗(A-VII 株+WJ57 株)	取得《新兽药注册证书》（农业农村部第 73 号公告），申请生产批文用复核样品试制阶段	本产品对目前流行的非典型性鸡新城疫和 H9 亚型禽流感均有确实的免疫保护效果，一针预防两种疫病，是公司现有同类产品的升级换代产品。
新城疫重组病毒灭活疫苗（A-VII 株）	已获得农业部颁发的《新兽药注册证书》，注册为一类新兽药。目前为新兽药监测期	实现了新城疫疫苗毒株的更新，是拥有我国自主知识产权的基因工程疫苗产品，填补了针对当前世界上流行最广泛的基因 VII 型毒株新城疫疫苗产品的空白。
猪链球菌病和副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗	新兽药注册复审阶段	本产品采用基因工程方法，分别表达 4 种优势血清型基因产物，安全性好、对猪体无副反应，一针预防两种主要猪病，是现有全细菌灭活疫苗产品的升级换代产品。
猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（SA215 株，传代细胞源）	新兽药注册初审阶段	本产品以我国优秀的三基因缺失毒株 SA215 株为毒种，通过传代细胞规模化培养制备抗原，辅以病毒耐热保护剂，便于疫苗贮存、运输和使用，是公司现有同类产品的升级换代产品。

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 22：公司研发费用及占比

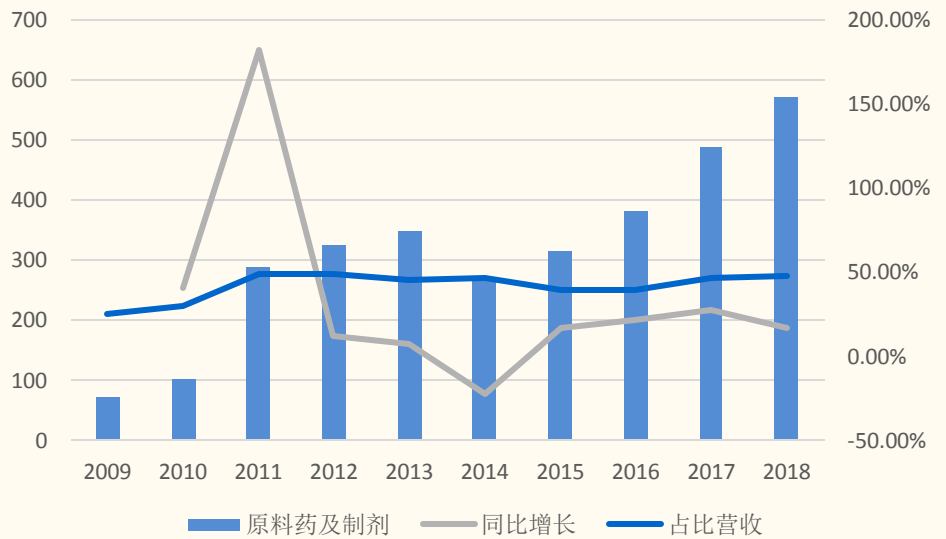


来源：wind、国金证券研究所

### 3、非瘟疫情下猪用疫苗化药板块有望保持稳定增长

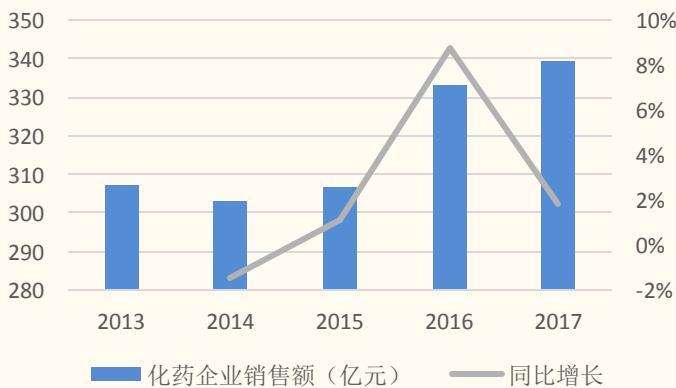
- 公司原料药及制剂板块有望发展稳定，随着非洲猪瘟疫情发生，养殖企业更加注重生物安全防控，也推动化药行业发展，2017年，化药制剂总销售额180.6亿元，抗微生物药销售133.83亿元，抗寄生虫药及消毒药销售分别为17.82亿元、8.05亿元，其中前十企业销售占比23.52%；同时6月中国动物疫病预防控制中心公布非洲猪瘟现场快速检测试剂26个企业名单，瑞普保定非洲猪瘟病毒荧光PCR检测试剂盒在列。

图表 23：公司原料药及制剂收入与同比增长（百万元）



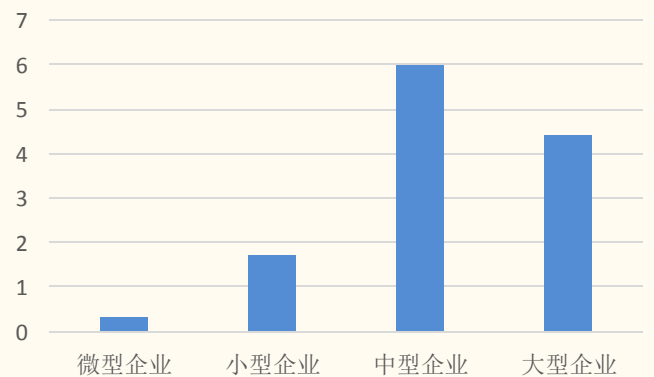
来源：wind、国金证券研究所

图表 24：化药企业销售额及同比增长



来源：中国兽药协会、国金证券研究所

图表 25：化药企业资产利用率 (%)



来源：中国兽药协会、国金证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1 营收拆分与盈利预测

- 基于以下假设对公司未来三年盈利情况作出如下预测：
- **禽用疫苗：**2019 年公司首次进入 H5+H7 三价苗招标，给公司业务带来新增量，结合上半年招标与市场销售情况，预计今年三价苗收入为 2.5 亿元，明后年充分放量，预计 2020/2021 年收入为 4.0 /4.8 亿元；而随着整个产业链的景气度回升，给予常规禽类疫苗 27%的增长，预计 2019/2020 年营收为 7.3/9.3 亿元。
- **畜用疫苗：**受非瘟疫情影响，生猪去产能严重，畜用疫苗销售受影响，结合前三季度情况预计 2019 年-38%的增长，预计 2019/2020 年畜用疫苗营收为 0.95/1.33 亿元。
- **原料药及制剂：**随着非瘟疫情发生，养殖企业更加注重生物安全防控，也推动化药行业发展，给予 2019/2020 年原料药及制剂业务均为 25%的增长，预计 2019/2020 年原料药及制剂营收为 6.30/6.93 亿元。

图表 26：公司营收拆分（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
禽用疫苗		435.19	737.41	936.15	1069.77
三价苗			69.45%	26.95%	14.27%
成本			250.00	400.00	480.00
毛利			87.50	128.00	148.80
毛利率(%)			162.50	272.00	331.20
毛利率(%)			65.00	68.00	69.00
常规苗					
收入	410.11	435.19	487.41	536.15	589.77
成本	205.35	192.72	204.71	214.46	224.11
毛利	204.75	242.48	282.70	321.69	365.66
毛利率(%)	49.93	55.72	58.00	60.00	62.00
畜用疫苗					
收入	168.60	153.97	95.46	133.65	167.06
成本	43.06	25.40	19.09	26.73	33.41
毛利	125.54	128.57	76.37	106.92	133.65
毛利率(%)	74.46	83.51	80.00	80.00	80.00
原料药及制剂					
收入	488.60	572.66	629.93	692.92	762.21
成本	283.13	354.18	377.96	415.75	457.33
毛利	205.47	218.48	251.97	277.17	304.88
毛利率(%)	42.05	38.15	40.00	40.00	40.00
生物制剂					
收入	8.10	23.24	25.56	28.12	30.93
成本			24.29	26.71	29.39
毛利			1.28	1.41	1.55
毛利率(%)			5.00	5.00	5.00
华南生物					
收入	115.1	143.76	300	420	504
毛利率(%)					
总收入		1189.87	1,488.36	1,790.84	2,029.97
总成本			713.55	811.66	893.04



毛利	774.82	979.18	1,136.93
毛利率(%)	52.06	54.68	56.01

来源：公司年报、国金证券研究所

#### 4.2 投资建议

- 公司为禽类疫苗龙头，目前禽苗行业量价齐升，公司禽苗新品放量，我们预计公司 2019/20/21 年收入增速分别为 25.09%/20.32%/13.35%，净利润为 1.90 /2.47/3.05 亿元，增速分别为 59.40%、30.03%、23.54%，EPS 分别为 0.47/0.61/0.753。
- 我们选用 PE 估值法，选取生物股份、中牧股份、普莱柯为可比公司，海利生物因业务变换估值较高，我们将其剔除在外，可以看到 2020 年行业平均估值为 30 倍，而剔除公司宠物医院概念股影响，可以看到公司历史估值在 20-30 倍之间，目前公司进入禽流感三价苗招标行列，市场地位进一步提升，故我们给予公司 2020 年 30 倍估值，对应目标价为 19 元，给予买入评级。

图表 27：同类公司可比估值

股票	wind 代码	当前股价	EPS 预期			PE 预期		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
生物股份	600201.SH	18.61	0.37	0.53	0.75	50.30	35.11	24.81
中牧股份	600195.SH	11.24	0.46	0.54	0.64	24.43	20.81	17.56
普莱柯	603566.SH	18.34	0.4	0.52	0.71	45.85	35.27	25.83
海利生物	603718.SH	12.33	0.06	0.07		205.50		
平均值						40.19	30.40	22.74

来源：wind、国金证券研究所

图表 28：公司历史估值



来源：wind、国金证券研究所

## 5、风险提示

- **禽流感疫情风险：**目前国内外禽流感疫情仍在持续，故我国禽养殖行业仍存在疫情风险，若疫情发生将对禽养殖行业带来严重损失，对动物疫苗需求量也会大幅降低。
- **养殖景气不及预期风险：**禽养殖行业周期较短，若养殖景气度不及预期也将直接影响疫苗的需求量，进而影响公司业绩表现。
- **市场竞争加剧：**目前禽流感三价疫苗共有 10 家企业，若未来由更多企业进入，将影响公司市占率及业绩表现。
- **公司疫苗中标情况不及预期风险：**以往公司未能进入禽流感二价苗招标行业，今年首次进入禽流感三价苗招标行业，若出现中标情况不及预期则会影响公司业绩情况。
- **猪用疫苗和化药板块出现下滑：**今年非洲猪瘟疫情突发，对养猪行业带来了严重损害，也对公司猪用疫苗板块产生了较大影响。
- **国家防疫政策变化风险：**动物疫苗行业是一个国家高度管控的行业，若防疫政策发生变化，则对公司禽类疫苗招标订单情况产生影响。

### 附录、产品线齐全的禽用疫苗龙头

- 公司前身为瑞普天津动物药业，于 1998-1999 注册成立；2001 并购成立瑞普保定生物药业，进军生物制品领域；2008 年合资组建湖北龙翔药业，进军原料药领域；2010 年在深交所挂牌上市，并购成立湖南中岸进畜用疫苗，并于 2015 年收购华南农大，大大增强公司禽用疫苗的实力，成立瑞派宠物医院，完善自身的产品线布局。
- 瑞普旗下拥有瑞普天津、瑞普保定、天津瑞普生物技术高科分公司、湖北龙翔、湖南中岸、内蒙古瑞普大地动物药业等 **9 大 GMP 生产基地**，拥有原料药生产线、粉剂/散剂/预混剂、口服液生产线、消毒剂生产线、注射剂生产线、灭活疫苗生产线、活疫苗生产线等 **60 多条大型生产线**。

图表 29：公司业务布局及发展



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 30：公司主要产品

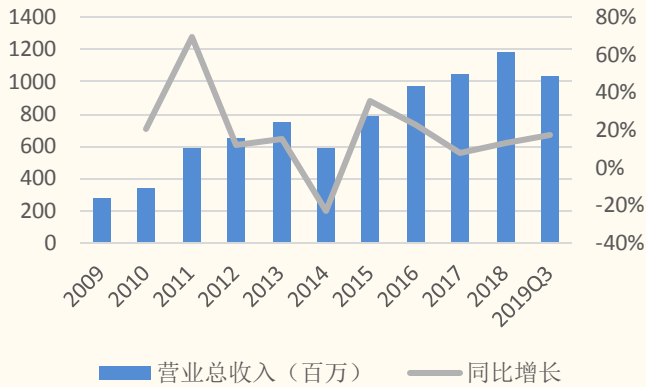
兽用生物制品		
家禽用	禽元、优瑞康、新支妥、双欣立克、慢呼净、新城疫活疫苗、喉必妥、鼻妥为家禽用	
水禽用	坦布舒、稳康宁、雅甘康、雅易安	
家畜用	诸元妥、维乐复康、文易舒、优瑞适、文易康、文易宁	
兽用制剂		
化学制剂	家禽用	立本康、枝力清、速可能、福欣、莫克林、癸氧喹酯、亚易林
	家畜用	倍扶欣、替米佳（肠溶颗粒）、倍诺林、福欣、铁乐富
	宠物用	倍诺林、速倍林、安虫清、美喜康、感炎康
中兽药及其他制剂	中兽药及天然植物药物中，黄金康、康替优、康立能、新感康、麻杏石甘口服液、清热止咳、清解合剂等	
预混合饲料	浓缩鱼肝油、爱维安、肝肾宝、维金、维博、乐多先、肾可舒等	

来源：公司公告、国金证券研究所

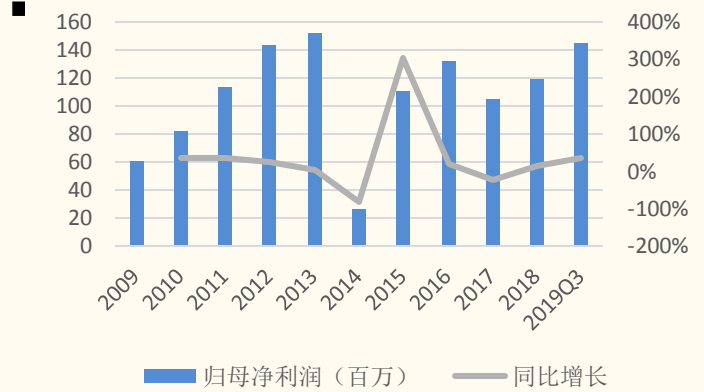
- 近几年公司一直围绕以客户需求为导向、打造精品疫苗和药品为原则，积极拓展与大客户的多模式战略合作方式，公司营收保持稳定增长，2018 年实现营业收入 11.9 亿元，较上年增长 13.61%，归母净利润实现 1.19 亿元，同比增长 13.43%。
- 从业务结构来看，兽用生物制品和原料药制剂是公司两大主业，2018 年业务占比分布为 49.51%、48.13%，其中兽用生物制品业务中禽类疫苗远大于畜类疫苗，2018 年禽类疫苗占公司总收入的 36.57%。

- 公司不断研发新产品，2018年畜用疫苗、禽用疫苗毛利率得到提升，但总毛利率保持平稳，主要源于高毛利率产品畜用疫苗占比逐年减少；公司依托华南农业大学致力于研发创新，成果卓越，近三年取得十多项兽药证书，随着公司禽流感三价苗的不断放量及新产品的不断涌现，未来公司毛利率也有望抬升。

图表 31：公司营收及增长



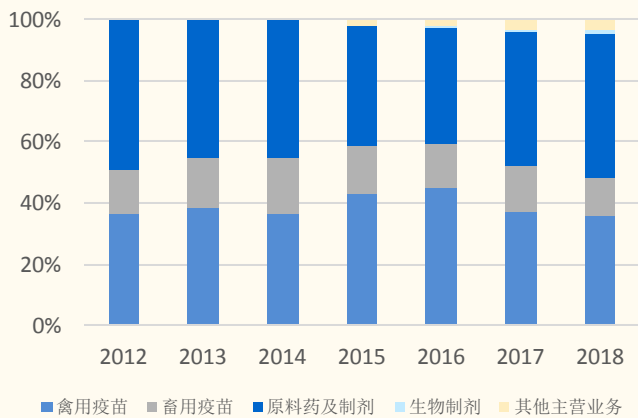
图表 32：公司净利及增长



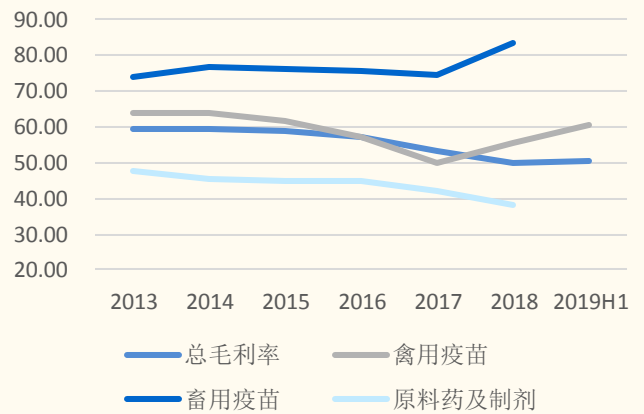
来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

图表 33：公司业务构成



图表 34：公司毛利率水平



来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

图表 35：公司近三年兽药证书

公告日期	新兽药名称	注册证书
2019/01/30	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
2018/10/26	猪萎缩性鼻炎灭活疫苗 (TK-MB6 株+TK-MD8 株)	(2018) 新兽药证字 49 号
2018/10/26	重组新城疫病毒、禽流感病毒 (H9 亚型) 二联灭活疫苗 (A-VII 株+WJ57 株)	(2018) 新兽药证字 42 号
2018/05/30	禽流感 DNA 疫苗 (H5 亚型, Ph5-GD)	(2018) 新兽药证字 26 号
2018/05/02	鸡新城疫、传染性法氏囊病、病毒性关节炎三联灭活疫苗 (La Sota 株+B87 株+S1133 株)	(2018) 新兽药证字 13 号
2018/01/16	禽脑脊髓炎、鸡痘二联活疫苗 (YBF02 株+鹤鹑化弱毒株)	(2017) 新兽药证字 62 号
2017/11/07	牛支原体 ELISA 抗体检测试剂盒	(2017) 新兽药证字 48 号
2017/09/26	盐酸贝那普利咀嚼片	(2017) 新兽药证字 46 号
2017/07/12	伊维菌素咀嚼片	(2017) 新兽药证字 31 号
2017/07/10	替米考星肠溶颗粒	(2017) 新兽药证字 29 号
2017/02/23	鸡传染性法氏囊病病毒 ELISA 抗体检测试剂盒	(2017) 新兽药证字 07 号
2017/02/23	山羊传染性胸膜肺炎灭活疫苗 (山羊支原体山羊肺炎亚种 C87001 株)	(2017) 新兽药证字 03 号

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>970</b>	<b>1,047</b>	<b>1,190</b>	<b>1,488</b>	<b>1,791</b>	<b>2,030</b>	货币资金	295	398	288	355	420	473
增长率	8.0%	13.6%	25.1%	20.3%	13.4%		应收账款	350	381	455	559	629	674
主营业务成本	-414	-492	-594	-714	-812	-893	存货	219	237	258	290	319	346
%销售收入	42.6%	47.0%	49.9%	47.9%	45.3%	44.0%	其他流动资产	310	303	360	422	451	476
毛利	556	555	596	775	979	1,137	流动资产	1,173	1,318	1,361	1,626	1,819	1,969
%销售收入	57.4%	53.0%	50.1%	52.1%	54.7%	56.0%	%总资产	42.9%	45.1%	45.4%	49.0%	51.3%	52.7%
营业税金及附加	-12	-16	-17	-21	-24	-28	长期投资	208	249	248	249	250	251
%销售收入	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	936	929	954	989	1,023	1,054
销售费用	-200	-216	-232	-280	-337	-382	%总资产	34.2%	31.8%	31.8%	29.8%	28.8%	28.2%
%销售收入	20.6%	20.7%	19.5%	18.8%	18.8%	18.8%	无形资产	394	401	400	411	417	422
管理费用	-176	-188	-110	-122	-147	-166	非流动资产	1,560	1,606	1,637	1,689	1,729	1,766
%销售收入	18.2%	18.0%	9.3%	8.2%	8.2%	8.2%	%总资产	57.1%	54.9%	54.6%	51.0%	48.7%	47.3%
研发费用	0	0	-80	-97	-125	-146	<b>资产总计</b>	<b>2,733</b>	<b>2,924</b>	<b>2,998</b>	<b>3,315</b>	<b>3,548</b>	<b>3,735</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	6.8%	6.5%	7.0%	7.2%	短期借款	240	379	354	530	563	533
息税前利润 (EBIT)	168	134	158	256	346	415	应付款项	251	249	279	377	422	458
%销售收入	17.3%	12.8%	13.3%	17.2%	19.3%	20.4%	其他流动负债	28	29	32	43	52	60
财务费用	-9	-15	-16	-18	-22	-21	流动负债	518	657	665	949	1,037	1,051
%销售收入	0.9%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%	1.0%	长期贷款	15	9	0	0	0	0
资产减值损失	-17	-25	-18	-19	-27	-29	其他长期负债	94	81	79	82	84	86
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	628	748	744	1,031	1,121	1,137
投资收益	7	16	13	15	15	15	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,903</b>	<b>1,952</b>	<b>2,010</b>	<b>2,016</b>	<b>2,133</b>	<b>2,276</b>
%税前利润	4.0%	10.9%	8.3%	6.1%	4.8%	3.9%	其中：股本	404	404	404	404	404	404
营业利润	150	142	162	244	312	380	未分配利润	493	527	577	665	782	925
营业利润率	15.4%	13.6%	13.6%	16.4%	17.4%	18.7%	少数股东权益	202	224	244	268	294	322
营业外收支	29	2	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,733</b>	<b>2,924</b>	<b>2,998</b>	<b>3,315</b>	<b>3,548</b>	<b>3,735</b>
税前利润	178	144	162	244	312	380							
利润率	18.4%	13.8%	13.6%	16.4%	17.4%	18.7%	<b>比率分析</b>						
所得税	-25	-20	-21	-31	-39	-48		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	14.1%	13.6%	12.9%	12.5%	12.5%	12.5%	<b>每股指标</b>						
净利润	153	125	141	214	273	333	每股收益	0.328	0.259	0.294	0.469	0.610	0.753
少数股东损益	21	20	22	24	26	28	每股净资产	4.706	4.825	4.970	4.983	5.273	5.626
归属于母公司的净利润	<b>133</b>	<b>105</b>	<b>119</b>	<b>190</b>	<b>247</b>	<b>305</b>	每股经营现金净流	0.513	0.266	0.432	0.533	0.742	0.946
净利率	13.7%	10.0%	10.0%	12.7%	13.8%	15.0%	每股股利	0.150	0.600	0.600	0.250	0.320	0.400
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	6.98%	5.37%	5.92%	9.41%	11.56%	13.39%
净利润	153	125	141	214	273	333	总资产收益率	4.86%	3.59%	3.97%	5.72%	6.95%	8.16%
少数股东损益	21	20	22	24	26	28	投入资本收益率	6.09%	4.51%	5.23%	7.89%	10.04%	11.50%
非现金支出	95	117	111	99	110	114	<b>增长率</b>						
非经营收益	3	-5	2	11	17	18	主营业务收入增长率	22.33%	7.99%	13.61%	25.09%	20.32%	13.35%
营运资金变动	-44	-129	-79	-109	-100	-82	EBIT增长率	29.85%	-20.01%	17.32%	62.16%	35.30%	19.98%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>208</b>	<b>108</b>	<b>175</b>	<b>216</b>	<b>300</b>	<b>383</b>	净利润增长率	20.37%	-21.00%	13.43%	59.40%	30.03%	23.54%
资本开支	-128	-108	-112	-128	-122	-122	总资产增长率	16.37%	6.99%	2.54%	10.55%	7.04%	5.28%
投资	-328	34	-50	-1	-1	-1	<b>资产管理能力</b>						
其他	5	16	17	15	15	15	应收账款周转天数	113.6	113.6	111.2	110.0	108.0	106.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-450</b>	<b>-58</b>	<b>-145</b>	<b>-114</b>	<b>-108</b>	<b>-108</b>	存货周转天数	176.8	169.0	152.2	150.0	145.0	143.0
股权募资	245	17	0	-83	0	0	应付账款周转天数	125.7	103.8	86.6	85.0	84.0	83.0
债权募资	118	133	-25	174	33	-30	固定资产周转天数	321.9	291.1	247.4	186.9	145.8	119.8
其他	-68	-73	-101	-126	-160	-192	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>295</b>	<b>77</b>	<b>-126</b>	<b>-35</b>	<b>-127</b>	<b>-222</b>	净负债/股东权益	-1.91%	-0.44%	2.91%	7.66%	5.88%	2.31%
<b>现金净流量</b>	<b>52</b>	<b>126</b>	<b>-96</b>	<b>67</b>	<b>65</b>	<b>53</b>	EBIT利息保障倍数	18.9	9.2	10.1	14.3	15.4	19.5
							资产负债率	22.97%	25.58%	24.81%	31.10%	31.59%	30.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	6	13
增持	0	0	0	2	5
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.45</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH