

瑞普生物 (300119)

证券研究报告

2020年01月07日

禽用疫苗量价齐升令业绩持续高增长，宠物医院获玛氏投资进入发展新阶段

1、公司主业高增长可期！预计 2020 年业绩增长率 40%+。

1) 家禽业务板块：禽养殖板块高景气，后周期传导，禽用疫苗行业景气向上有望持续 2-3 年，公司禽用疫苗业务进入业绩增长快车道。非瘟导致动物蛋白需求缺口，禽肉替代性消费增长明显，今年禽养殖迎历史性高景气阶段，养殖补栏积极，肉禽和蛋禽养殖量明显增加，从白鸡来看，2019 年 1-11 月，祖代更新 103.71 万套，强制换羽 9.12 万套，合计同比增加 51.20%；家禽养殖量大增导致禽用疫苗需求同比快速提升。根据公司 2019 三季报显示，公司家禽业务营收同增 43%，我们预计 2019 年全年公司禽用疫苗营收同增有望超过 45%。考虑到生猪产能恢复进度，我们预计动物蛋白缺口有可能持续 2-3 年，禽养殖景气延续，禽用疫苗高增长可持续。预计未来随着公司研发成果的逐步落地，公司在国内禽苗市场的地位将进一步提升！

2) 重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活苗成为 2019 年业绩快速增长点：2019 年强制免疫招采由之前的 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。公司控股子公司华南生物重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗产品于 2019 年 2 月上市，打破 H5+H7 疫苗原有竞争格局，根据公司三季报，在公司本部营销团队与华南生物团队全面整合共同努力下，公司新品量价齐升，2019 前三季度华南生物实现营收 2.16 亿元，同增 118%，净利润 6047 万元，同增 172%。我们预计 2019-2021 年华南生物营收有望达到 3 亿、5 亿、6 亿。

3) 家畜业务板块：板块有望触底回升，公司家畜业务 Q3 营收已环比改善。本轮非瘟疫情导致生猪产业集中度加速提升，随着行业盈利的抬升，提前出栏减少以及非瘟疫情恐慌减弱，生猪养殖企业更加重视防疫，猪用疫苗业务有可能于 2020 年一季度迎来业绩拐点。公司自身进一步优化产品结构并增强公司综合竞争力，2019 三季度营业收入环比有所回升。预计 2020 年家畜板块将进一步改善。

2、瑞派宠物连锁医院获世界宠物食品龙头玛氏战略入股。

1) 公司投资参股瑞派宠物连锁医院。瑞普生物前瞻性投资瑞派宠物医院 (持股 9.45%)，2019 年底，瑞派宠物在全国拥有近 300 家医院，未来 5 年将通过收购、自建等模式，门店扩张至 1000 家。近期瑞派获得全球宠物巨头美国玛氏投资，玛氏战略入股瑞派，预计会大幅提升瑞派经营管理水平。

2) 布局宠物动保产品，有望与宠物医院渠道协同。根据公司公告，公司产品涵盖宠物动保产品，宠物相关新品正在储备，如重组犬 α-干扰素，预估 2019 年宠物动保产品收入 1000 多万，预计 2020 年将达 5000 万元。

3、投资建议：2019 年非瘟疫情发生，生猪养殖产能去化，猪用疫苗需求大幅下降，公司猪用疫苗业务下滑，故将 2019-2021 年归属母公司净利润由 2.01/2.82/3.73 亿元下调至 1.81/2.57/3.26 亿，同增 52%/42%/27%，对应 EPS 分别为 0.45/0.64/0.81 元/股，继续维持买入评级。

风险提示：新品中标不达预期；销售不达预期；国家防疫政策变化；毒株变异

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,047.33	1,189.87	1,603.40	2,129.14	2,794.18
增长率(%)	7.99	13.61	34.75	32.79	31.24
EBITDA(百万元)	215.26	324.96	367.48	488.29	605.67
净利润(百万元)	104.90	118.98	180.99	256.89	325.79
增长率(%)	(21.00)	13.43	52.12	41.94	26.82
EPS(元/股)	0.26	0.29	0.45	0.64	0.81
市盈率(P/E)	59.96	52.87	34.75	24.48	19.31
市净率(P/B)	3.22	3.13	2.99	2.82	2.63
市销率(P/S)	6.01	5.29	3.92	2.95	2.25
EV/EBITDA	22.53	9.69	17.68	13.16	11.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	15.85 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	404.49
流通 A 股股本(百万股)	243.92
A 股总市值(百万元)	6,411.22
流通 A 股市值(百万元)	3,866.05
每股净资产(元)	4.94
资产负债率(%)	29.11
一年内最高/最低(元)	25.92/7.30

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《瑞普生物-公司点评:受益禽用疫苗快速增长，叠加禽流感重磅单品逐步放量，二季度业绩增速加快！》2019-07-15
- 《瑞普生物-年报点评报告:2018 年业绩增长，畜用禽用疫苗“冰火两重天”》2019-04-18
- 《瑞普生物-公司深度研究:禽流感疫苗行业扩容，公司迎黄金发展期！》2019-03-26



内容目录

1、禽用疫苗板块景气向上有望持续 2-3 年	3
1.1. 非洲猪瘟导致生猪产能大幅去化，替代性消费刺激禽养殖量增长.....	3
1.2. 以禽流感为主的禽疫情防控依然严峻.....	4
1.3. H5+H7 疫苗产品升级，招采苗价格提升超 50%.....	5
2. 控股子公司华南生物切入 H5+H7 疫苗市场，打开成长空间	5
3. 宠物动保产品，有望成为公司新业绩增长点	6
3.1. 宠物动保蓝海市场！	6
3.2. 全球宠物巨头参股瑞派，公司股权投资价值彰显！	7
4. 研发储备+营销体系助力公司高增长.....	8
4.1. 注重研发投入	8
4.2. 营销体系完善	8
5. 投资建议.....	9

1、禽用疫苗板块景气向上有望持续 2-3 年

1.1. 非洲猪瘟导致生猪产能大幅去化，替代性消费刺激禽养殖量增长

由于引种受限、环保产能去化，行业供给收缩，包括白羽肉鸡在内的禽链景气向上，禽产业链养殖大幅盈利；非洲猪瘟导致生猪产能大幅去化，猪肉供需缺口将逐渐显现；作为猪肉消费的主要替代品，禽肉消费将快速增长，助推禽链景气向上，禽链养殖量大幅提升。我们预计若生猪产能去化 35%，那么，猪肉缺口预计 1891.4 万吨，而进口增量相对有限，则居民动物蛋白消费缺口将主要从禽肉及蛋类上弥补，我们认为将进一步提振禽链（肉禽和蛋禽），使得此轮禽链景气向上有望持续 2-3 年。

从白鸡产能情况看，2019 年 1-11 月，祖代更新 103.71 万套，强制换羽 9.12 万套，合计同比增加 51.20%；禽养殖增加，带来禽苗需求基数上的快速提升。

图 1：商品代鸡苗价格周度情况（元/羽）

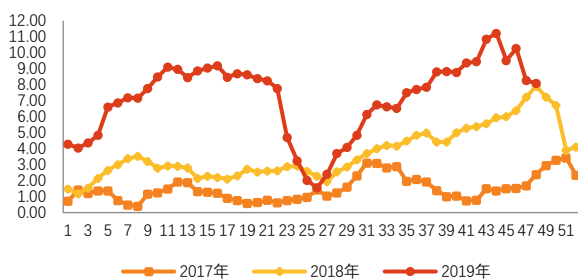
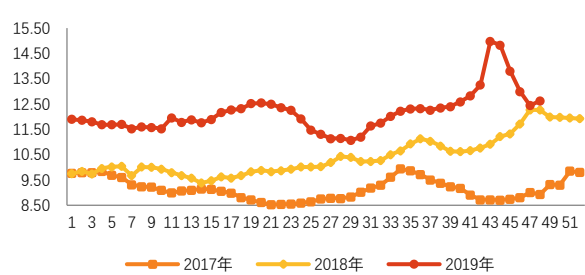


图 2：鸡肉综合品价格周度情况（元/公斤）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

表 1：本轮猪周期带来的消费缺口

2018 年	本轮猪周期		
猪肉产量(万吨)	降幅	猪肉产量预估 (万吨)	猪肉缺口 (万吨)
5,404.00	15%	4593.4	810.6
	25%	4053	1,351.0
	35%	3512.6	1,891.4
	45%	2972.2	2,431.8

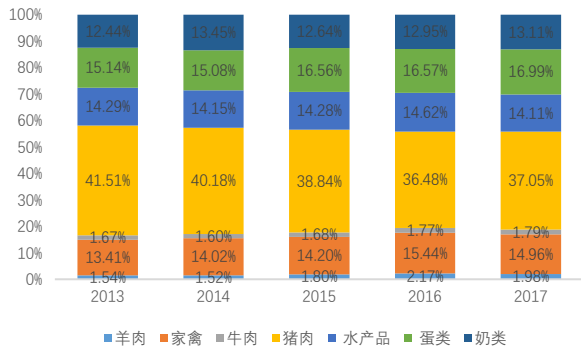
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

表 2：白羽肉鸡祖代鸡更新量（万套）

引种时间	2018 年		2019 年	
	单月	累计	单月	累计
1 月	1.30	1.30	4.00	4.00
2 月	1.04	2.34	10.47	14.47
3 月	7.28	9.62	10.93	25.40
4 月	6.12	15.74	11.48	36.88
5 月	6.91	22.65	8.49	45.37
6 月	2.70	25.35	5.42	50.79
7 月	4.05	29.40	6.59	57.38
8 月	2.50	31.90	13.36	70.74
9 月	7.43	39.33	9.64	80.38
10 月	14.77	54.10	8.09	88.47
11 月	10.70	64.80	15.24	103.71
12 月	9.74	74.54		

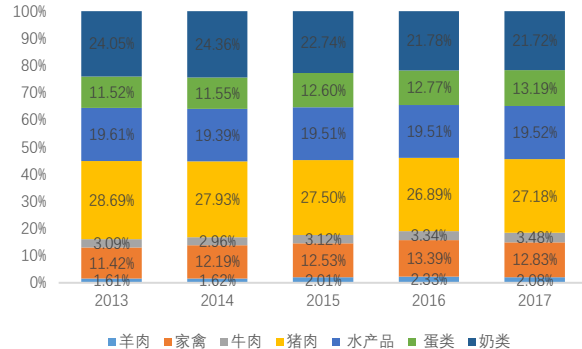
资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图 3：农村动物蛋白消费：猪肉占比约 37%、禽肉约 15%、水产约 14%、蛋类约 17%、奶类约 13%



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 4：城市动物蛋白消费：猪肉占比约 27%、禽肉约 13%、水产约 20%、蛋类约 13%、奶类约 22%

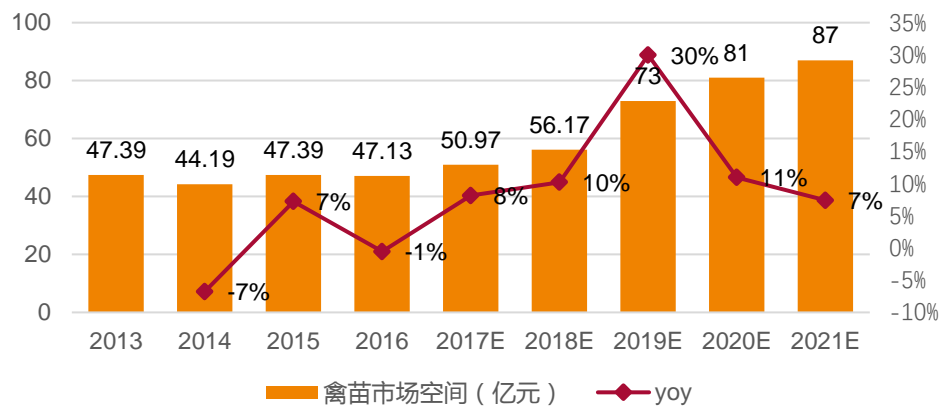


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.2. 以禽流感为主的禽疫情防控依然严峻

当前禽产业链仍然面临禽流感、新城疫、鸡滑液囊支原体等疾病的威胁。根据智研数据，预计 2018 年禽苗市场总的空间约 56.17 亿元，其中禽流感疫苗是最主要的疫苗之一，H5+H7 招采苗市场空间约 14.69 亿元。

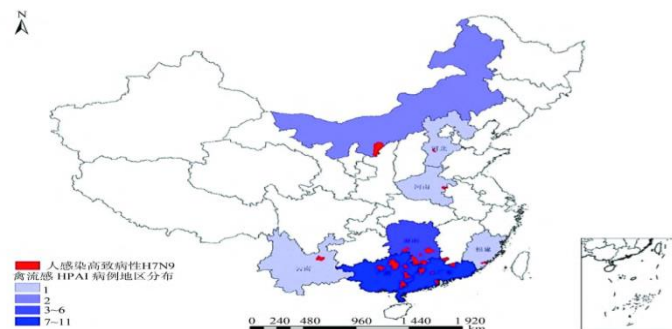
图 5：禽苗市场空间



资料来源：智研咨询，天风证券研究所预估

从全球禽流感发展来看，当前形势仍然严峻，亚型病毒数量明显增多，给禽流感防疫疫苗提出更高的要求。禽流感病毒属于人畜共患病毒，我国也深受禽流感病毒影响。以高致病性禽流感病毒 H7N9 为例，2016 截至 2018 年 11 月中国大陆共在 8 个省份发现人感染 HPAI H7N9 病毒病例 32 例，其中死亡 13 例，病死率高达 40.63%。

图 6：2016-2018 年中国大陆人患 H7N9 情况 (截止 2018.11)



资料来源：《2016-2018 年中国大陆人感染高致病性 H7N9 禽流感疫情和死亡病例分析》，天风证券研究所

总的来看，由于非洲猪瘟带来生猪产能大幅去化，居民的蛋白消费缺口将主要从禽肉及蛋类上弥补，我们预计肉禽和蛋禽养殖量将显著增加，带来禽苗需求同比大幅增长；另一方面，国内禽养殖产业仍然面临包括禽流感在内的多种疫病困扰，禽流感病毒变异给禽疫苗企业提出更高的品质要求，利好具有研发实力的龙头；新型疫苗的诞生，单品价值的提升也会导致市场规模提升。

1.3. H5+H7 疫苗产品升级，招采苗价格提升超 50%

禽流感是禽类广泛流行的疾病，由于毒株快速变化，禽流感疫苗产品由我国制造的产品占据主导地位。2017 年之前，政府招标主要为 H5 亚型。2017 年秋季开始统一用重组禽流感病毒（H5+H7）二价灭活疫苗（H5N1Re-8 株+H7N9H7-Re1 株）（简称 H5+H7 二价灭活疫苗）。2018 年 12 月 13 日农业农村部发布第 99 号公告，重新制定了重组禽流感病毒（H5+H7）二价灭活疫苗（细胞源，H5N1 Re-11 株+H7N9 H7-Re2 株）等 6 种兽药产品制造及检验试行规程、质量标准等，新毒株更新换代在即。

之后，2019 年 1 月 18 日农业农村部印发《2019 年国家动物疫病强制免疫计划》，其中要求：

- 1) 免疫要求：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。
- 2) 免疫动物种类和区域：对所有鸡、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。供研究和疫苗生产用的家禽、进口国（地区）明确要求不得实施高致病性禽流感免疫的出口家禽，有关企业报省级畜牧兽医主管部门批准后，可以不实施免疫。
- 3) 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）。

此次，免疫计划最大的变化即为疫苗种类的变化，由之前的 H5+H7 亚型高致病性禽流感二价灭活疫苗变为三价灭活疫苗。从招采的政府采购公告来看，重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗价格在 0.25-0.3 元/ml 水平，较之前的二价灭活苗价格 0.1-0.2 元/ml 提升了 50%以上。

2. 控股子公司华南生物切入 H5+H7 疫苗市场，打开成长空间

根据公司公告，瑞普收购前华南生物第一大股东为华南农业大学，自 2007 年起，华南生物就与华南农业大学兽医学院签订了全面的技术合作协议，华南农大兽医学院的科技成果优先在华南生物产业化。依托学院多个国家级、省级创新平台，公司整合“产学研”优势创新资源，推进科研成果转化与产业化，成为华南农业大学重要的“产学研”成果转化平台，在“禽流感病原研究”、“禽流感综合防控研究”等领域的技术水平居国内同行前列。

根据公司公告和国家兽药基础数据库，2019 年 1 月 14 日，**公司控股子公司华南生物重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rSD57 株+rFJ56 株，H7N9 rGD76 株）获得由农业农村部核发的兽药产品批准文号，对应商品名称为“禽元”**。该疫苗是中国两种用于高致病性禽流感防控的疫苗之一，该疫苗应用的毒株是采用了全新、全覆盖的变异毒株作为供体毒株，快速和高效地分别构建了针对 Clade 2.3.2.1d 和 Clade 2.3.4.4d 的 H5 亚型 AIV 疫苗株（命名为 rSD57 株和 rFJ56 株），针对 H7N9 亚型 AIV 的疫苗毒株（命名为 rGD76 株），研制出重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rSD57 株+rFJ56 株，H7N9 rGD76 株）。

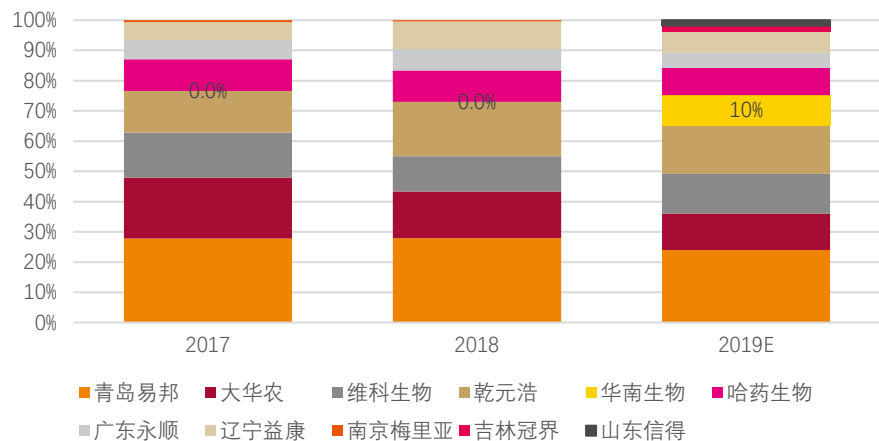
禽元全覆盖 H5 和 H7 亚型禽流感流行毒株、具有全禽源、全基因组、高抗体、高交叉攻毒保护、高安全性等特点，能够有效解决当前禽流感病毒的防控难题。

华南生物进入，打破 H5+H7 疫苗原有竞争格局：根据国家兽药基础数据库，截止 2019 年 3 月 20 日，获得重组禽流感（H5+H7）三价灭活疫苗批准文号的合计 10 家企业，其中包括哈尔滨维科生物技术有限公司（简称“维科生物”）、哈药集团生物疫苗有限公司（简

称“哈药生物”)、青岛易邦生物工程有限公司(简称“青岛易邦”)、肇庆大华农生物药品有限公司(简称“大华农”)、广东永顺生物制药股份有限公司(简称“广东永顺”)、广州市华南农大生物药品有限公司(简称“华南农大”)、辽宁益康生物股份有限公司(简称“辽宁益康”)、山东信得动物疫苗有限公司(简称“山东信得”)、吉林冠界生物技术有限公司(简称“吉林冠界”)、乾元浩生物股份有限公司郑州生物药厂(简称“乾元浩”)。

根据国家兽药基础数据库签发批次,再结合当前中国政府采购网站上的招标公告及中标公告,我们预估华南生物在**2019年在高致病性禽流感(H5+H7)疫苗市占率有望达到10%,在两广招采苗市占率有望更高。凭借高致病性禽流感(H5+H7)三价灭活疫苗,华南生物有望快速增长!**

图 7: 高致病性禽流感 (H5+H7) 疫苗市场结构



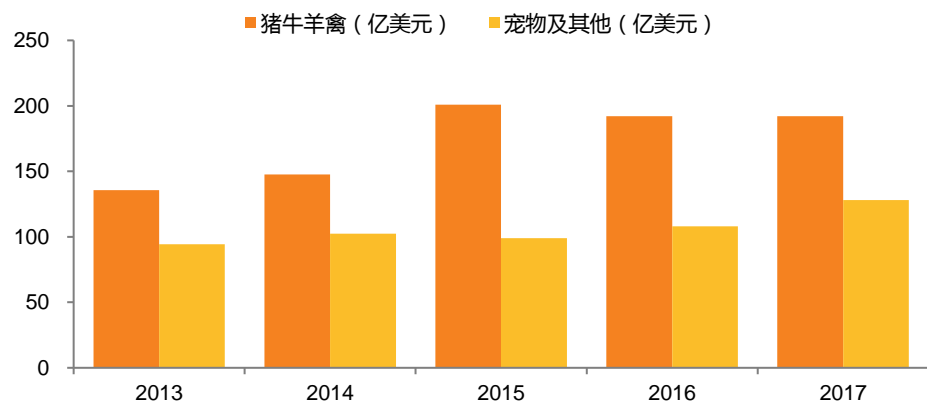
资料来源: 国家兽药基础数据库, 天风证券研究所。截止 2019 年 3 月 20 日数据。

3. 宠物动保产品, 有望成为公司新业绩增长点

3.1. 宠物动保蓝海市场!

我国宠物数量基数大,但是宠物疫苗的渗透率低,市场潜力大。宠物产业进入蓬勃发展期,2018年我国宠物数量约9149万只,其中宠物犬5085万只,宠物猫4064万只。但由于养宠观念相对落后,宠物疫苗渗透率较低。理论上每只宠物的平均免疫费用100-140元/年(包含狂犬疫苗和针对性的联苗),以此计算则当前潜在的宠物疫苗终端市场规模超过100亿元。考虑到我国宠物数量仍有增长空间,宠物疫苗市场潜力大。

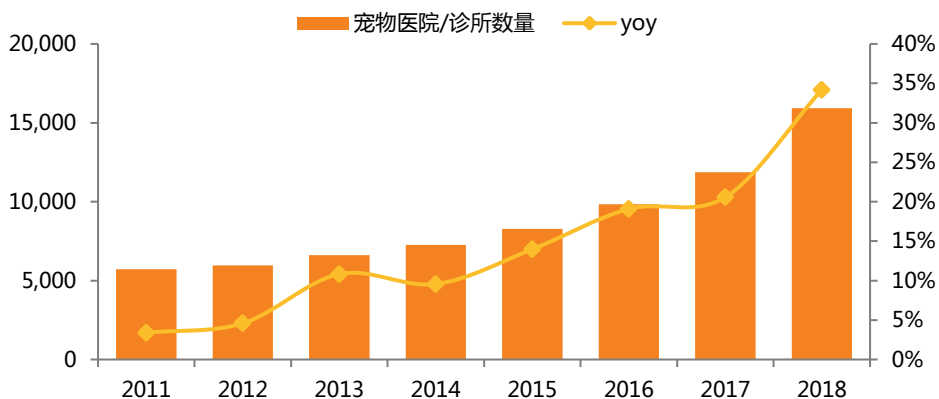
图 8: 全球动保市场产品结构 (不含中国)



资料来源: IFAH, 兽药产业发展报告, 天风证券研究所

消费者养宠意识不断提高、销售渠道逐渐成熟，将驱动宠物疫苗行业发展。随着城市化进程的不断深入，宠物已经完成了从功能性动物向陪伴性动物的转变，宠物主的消费意识亦随之增强，接种疫苗作为科学养宠的重要一环，越来越被宠物主所重视。而下游渠道的丰富与整合，也为宠物疫苗的推广及渗透铺平了道路。2018 年我国宠物医院/诊所的数量接近 1.6 万家，同比增长 34.2%。

图 9：我国宠物医院/诊所数量高速增长（家）

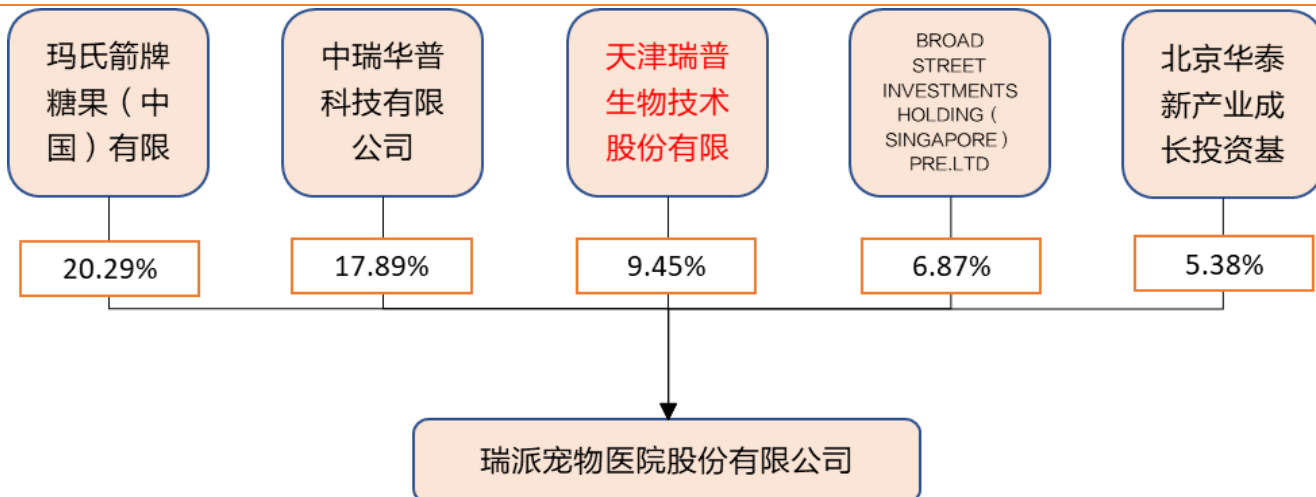


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3.2. 全球宠物巨头参股瑞派，公司股权投资价值彰显！

2019 年 12 月 5 日，瑞派宠物医院“官宣”完成由全球宠物巨头美国玛氏集团投资的 C 轮融资，投后总估值达到 70 亿元，相对于 2017 年 5 月 19 日的 13 亿人民币估值，瑞派宠物估值与公司股权投资价值增长迅速。而瑞派宠物医院的董事长兼法定代表人为瑞普生物董事长李守军；截至 2019 年 12 月 27 日，瑞普生物在瑞派宠物医院管理股份有限公司中认缴金额为 3869.43 万人民币，占公司总股本的 9.45%。

图 10：瑞派宠物医院股份有限公司股权结构图（前 5 名）



资料来源：根据天眼查数据，天风证券研究所整理。

获玛氏投资，瑞派宠物医院有望快速扩张。瑞派宠物医院成立于 2012 年，专注于宠物健康护理及疾病预防领域。截至目前，瑞派医院在全国 27 个省已拥有近 300 家医院。玛氏投资之后，瑞派将以宠物医疗为核心业务，打造医疗技术与管理的核心竞争力。通过收购、自建等模式继续扩大规模，预计未来五年店面规模将超过 1000 家，盈利能力达行业领先。

全球宠物巨头投资瑞派，瑞派宠物估值提升。截至玛氏投资瑞派宠物医院，瑞派在 7 年时间内共完成 5 笔超 8 亿元融资，投资方名单中包括了 A 股上市公司瑞普生物、美国高盛集团、华泰新产业基金等，此次融资后，公司总估值达到 70 亿元。而公司持有的 9.45% 股权投资的估值也大幅增长到近 7 亿元。

借力瑞派宠物连锁医院渠道，公司宠物动保板块将快速增长。我们认为，中国市场潜力大是海外宠物巨头不断加码中国宠物市场的根本原因。我国宠物产业进入蓬勃发展期，从细分市场来看，宠物医疗是行业制高点、竞争壁垒高，且各业务间协同效应强，客户黏性高，也受到资本的追捧，龙头公司借助资本力量通过大量并购快速扩张。瑞普生物也将在未来推出宠物疫苗与宠物医疗相关产品，有望通过瑞派宠物医院的资源渠道产生协同效应。

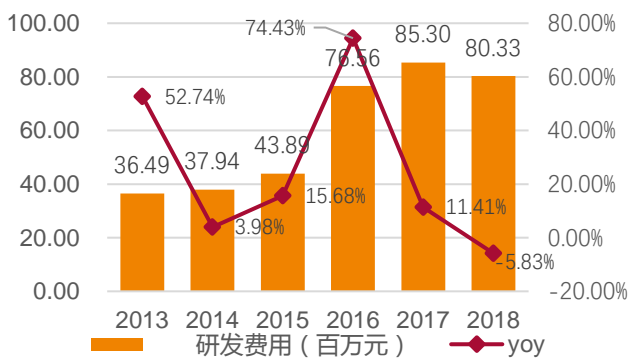
4. 研发储备+营销体系助力公司高增长

4.1. 注重研发投入

瑞普生物注重研发投入。目前的产品十分齐全，主要为药物制剂、兽用生物制品，其中兽用受用生物制品（疫苗为主）主要用于健康畜禽的免疫，兽用药物制剂可用于畜禽患病后的治疗，公司会根据客户的不同需求，为其制定个性化解决方案，不但可以解决客户问题，还能促进公司产品的销售。

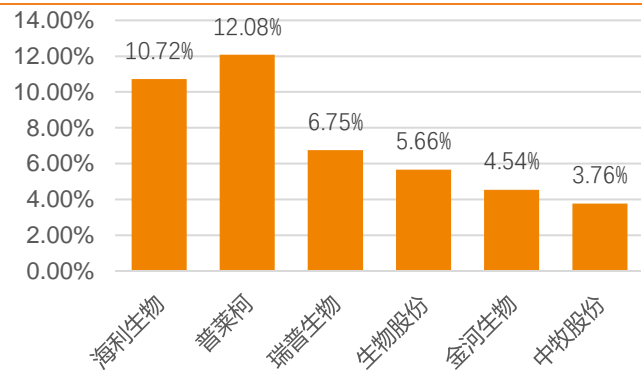
根据公司公告，瑞普生物收购华南生物的同时，与华南农业大学签订校企长期战略合作协议，未来华南农业大学在动物生物制品的科技开发、成果转化方面将优先优惠与标的公司和瑞普生物进行合作；除上述动物生物制品的合作之外，瑞普生物还将借力华南农业大学“人兽共患病防控制剂国家地方联合工程实验室”、“国家兽医微生物耐药性风险评估实验室”的技术实力深化与拓展兽药制剂、原料药、功能添加剂、中兽药制剂等领域的产学研合作。并将开启瑞普生物与华南农业大学的战略合作，为公司与华南农业大学在兽用生物制品与兽药制剂等方面的全面合作奠定了基础，为公司构建业内核心竞争力提供有利支撑。

图 11：瑞普生物研发费用逐年增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：各家动保公司研发费用占营收费用比重比较（2018 年）



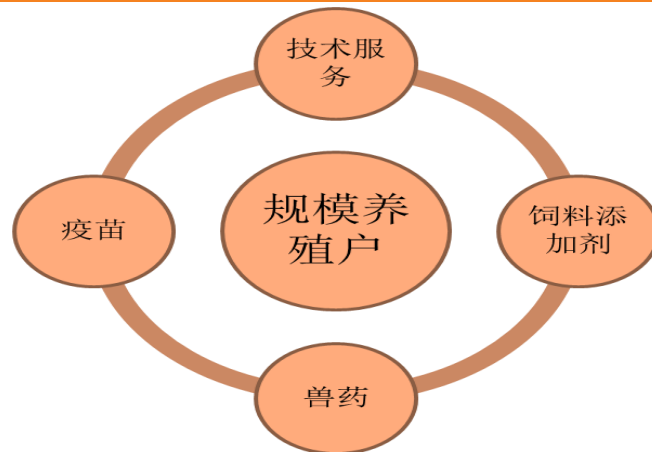
资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 营销体系完善

兽药行业的下游主要是养殖企业，养殖企业的主要经营者大部分都是农民，他们缺乏一定的专业知识和有效的辨别能力，即使是大型集团，也存在疫苗和药物使用不当，免疫程序不科学等问题。目前公司已经开始提供动物保护的一体化解决方案，帮助养殖户普及知识，指导他们在动物不同的生长期间的用药情况，并对大型的养殖场随时进行疫病监测。

根据公司公告，瑞普生物目前的产品十分齐全，已经包含了药物制剂、兽用生物制品、饲料添加剂混合饲料三项业务。其中兽用生物制品（疫苗为主）主要用于健康畜禽的免疫，兽用药物制剂可用于畜禽患病后的治疗，饲料添加剂和添加剂预混合饲料一部分用于保健和疾病预防，大部分用于添加在饲料中起到营养、促生长的作用。然后公司会根据客户的不同需求，为其制定个性化解决方案，不但可以解决客户问题，还能促进公司产品的销售。

图 13：瑞普生物为养殖户提供一体化解决方案



资料来源：根据公司公告，天风证券研究所整理。

因此公司的技术服务除了对产品的销售起到直接作用以外，主要还能有 3 方面的作用：1、为养殖户提供全面技术解决方案，提高养殖业饲养水平和防疫意识。2、提高客户忠诚度，提升公司品牌价值。3、收集市场需求信息，向上级管理者和研发部、销售部提供市场动态需求，客户潜在需求和技术创新资源。

公司的营销中心是四纵四横的工作模式。公司销售途径主要有三种模式：政府招标采购、大客户直销和网络经销。根据公司公告，公司 2011 年初启动了“全面增值客户”的营销系统，构建了以“家禽、家畜、大客户和政府招标”四大业务部门与“市场、产品管理、技术服务与销售管理”四大业务支撑部门纵横交织的矩阵式营销管理模式。其中四纵是指大客户部、家禽事业部、家畜事业部、招商部（主要负责政府采购）；四横是指市场部、销售管理部、技术服务部和产品管理部。在提供产品解决方案的基础上加强动物疫病诊断与健康安全养殖的服务，通过产品管理实现研发与市场的对接，产品开发更加符合客户需求。通过多年的市场开拓，公司已建立了覆盖全国的营销网络。

5. 投资建议

我们认为，1、公司主业高增长可期！预计 2020 年业绩增长率 40%+。1) 家禽业务板块：禽养殖板块高景气，后周期传导，禽用疫苗行业景气向上有望持续 2-3 年，公司禽用疫苗业务进入业绩增长快车道。2) 重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活苗成为 2019 年业绩快速增长点。我们预计 2019-2021 年华南生物营收有望达到 3 亿、5 亿、6 亿。3) 家畜业务板块：板块有望触底回升，公司家畜业务 Q3 营收已环比改善。预计 2020 年家畜板块将进一步改善。2、瑞派宠物连锁医院获世界宠物食品龙头玛氏战略入股。1) 公司投资参股瑞派宠物连锁医院。瑞普生物前瞻性投资瑞派宠物医院（持股 9.45%），截至目前，瑞派宠物在全国拥有近 300 家医院，未来 5 年将通过收购、自建等模式，门店扩张至 1000 家。近期瑞派获得全球宠物巨头美国玛氏投资，玛氏战略入股瑞派，预计会大幅提升瑞派经营管理水平。2) 布局宠物动保产品，有望与宠物医院渠道协同。根据公司公告，公司产品涵盖宠物动保产品，宠物相关新品正在储备，如重组犬 α-干扰素，我们预计 2019 年宠物动保产品收入 1000 多万，预计 2020 年将达 5000 万元。

投资建议：2019 年非瘟疫情发生，生猪养殖产能去化，猪用疫苗需求大幅下降，公司猪用疫苗业务下滑，故将 2019-2021 年归属母公司净利润由 2.01/2.82/3.73 亿元下调至 1.81/2.57/3.26 亿，同增 52%、42%、27%，对应 EPS 分别为 0.45/0.64/0.81 元/股，继续维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	397.80	287.94	240.51	319.37	419.13	营业收入	1,047.33	1,189.87	1,603.40	2,129.14	2,794.18
应收票据及应收账款	351.10	399.82	615.00	613.64	998.77	营业成本	492.10	593.59	795.88	1,081.61	1,449.41
预付账款	90.36	80.50	115.81	173.60	213.91	营业税金及附加	16.06	16.60	20.84	27.68	36.32
存货	236.78	258.35	382.78	458.47	652.74	营业费用	216.47	231.60	298.23	383.24	502.95
其他	242.38	334.76	313.00	335.64	370.47	管理费用	188.32	110.08	144.31	185.23	243.09
流动资产合计	1,318.42	1,361.37	1,667.10	1,900.72	2,655.02	研发费用	85.30	80.33	76.96	74.52	78.24
长期股权投资	86.46	86.78	86.78	86.78	86.78	财务费用	14.56	15.59	15.08	14.01	19.12
固定资产	835.35	806.58	857.65	896.41	912.41	资产减值损失	25.34	18.22	16.00	16.00	16.00
在建工程	93.94	147.30	124.38	122.63	103.58	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	330.71	329.86	307.51	285.16	262.81	投资净收益	15.74	13.44	12.11	12.11	12.11
其他	259.32	266.57	257.75	258.99	260.06	其他	(148.63)	(51.28)	(24.22)	(24.22)	(24.22)
非流动资产合计	1,605.79	1,637.08	1,634.06	1,649.97	1,625.65	营业利润	142.08	161.70	248.20	358.95	461.16
资产总计	2,924.21	2,998.45	3,301.17	3,550.68	4,280.67	营业外收入	3.39	1.45	2.00	2.00	2.00
短期借款	379.00	350.56	356.37	308.40	574.54	营业外支出	0.99	1.20	1.64	1.28	1.37
应付票据及应付账款	175.65	203.59	304.89	411.32	525.94	利润总额	144.47	161.95	248.56	359.68	461.79
其他	102.65	111.31	174.73	184.14	272.84	所得税	19.72	20.90	32.06	46.40	59.57
流动负债合计	657.30	665.46	835.99	903.86	1,373.32	净利润	124.76	141.04	216.49	313.28	402.21
长期借款	9.23	0.00	0.00	0.00	21.15	少数股东损益	19.86	22.07	35.50	56.39	76.42
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	104.90	118.98	180.99	256.89	325.79
其他	81.42	78.57	84.76	81.58	81.64	每股收益(元)	0.26	0.29	0.45	0.64	0.81
非流动负债合计	90.65	78.57	84.76	81.58	102.78						
负债合计	747.95	744.03	920.75	985.44	1,476.11	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	224.39	244.24	279.75	336.14	412.56	成长能力					
股本	404.49	404.49	404.49	404.49	404.49	营业收入	7.99%	13.61%	34.75%	32.79%	31.24%
资本公积	948.00	948.00	948.00	948.00	948.00	营业利润	-4.99%	13.81%	53.50%	44.62%	28.47%
留存收益	1,547.37	1,605.68	1,696.17	1,824.62	1,987.51	归属于母公司净利润	-21.00%	13.43%	52.12%	41.94%	26.82%
其他	(948.00)	(948.00)	(948.00)	(948.00)	(948.00)	获利能力					
股东权益合计	2,176.26	2,254.41	2,380.41	2,565.25	2,804.56	毛利率	53.01%	50.11%	50.36%	49.20%	48.13%
负债和股东权益总	2,924.21	2,998.45	3,301.17	3,550.68	4,280.67	净利率	10.02%	10.00%	11.29%	12.07%	11.66%
						ROE	5.37%	5.92%	8.62%	11.52%	13.62%
						ROIC	7.04%	7.82%	10.81%	14.08%	17.69%
						偿债能力					
						资产负债率	25.58%	24.81%	27.89%	27.75%	34.48%
						净负债率	-0.44%	2.91%	4.91%	-0.37%	6.36%
						流动比率	2.01	2.05	1.99	2.10	1.93
						速动比率	1.65	1.66	1.54	1.60	1.46
						营运能力					
						应收账款周转率	3.16	3.17	3.16	3.47	3.47
						存货周转率	4.60	4.81	5.00	5.06	5.03
						总资产周转率	0.37	0.40	0.51	0.62	0.71
						每股指标(元)					
						每股收益	0.26	0.29	0.45	0.64	0.81
						每股经营现金流	0.27	0.43	0.38	0.96	0.20
						每股净资产	4.83	4.97	5.19	5.51	5.91
						估值比率					
						市盈率	59.96	52.87	34.75	24.48	19.31
						市净率	3.22	3.13	2.99	2.82	2.63
						EV/EBITDA	22.53	9.69	17.68	13.16	11.04
						EV/EBIT	38.86	13.50	24.68	17.23	13.93

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com