

2021年03月16日

证券研究报告·公司年报点评

瑞普生物 (300119) 农林牧渔

买入 (维持)

当前价: 27.59 元

目标价: 44.10 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

动保核心竞争格局变化，公司进入快速增长通道

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2020 年年报，报告期内实现营业收入 20 亿元，同比增长 36.4%，实现归母净利润 4 亿元，同比上涨 104.9%。报告期内下游生猪养殖企业恢复生产、家禽养殖行业集中度持续提升，公司把握需求增量的同时提升客户集中度与市场占有量，各类产品销量均得到较大提升。
- **非洲猪瘟疫情提高养殖户对防疫的重视程度，并引发相关产品需求提升；“禁抗令”政策推进促使养殖户对于非强制免疫病的态度由“治”转“防”，猪用生物制品销量迎来增长。**生猪养殖行业集中度不断提高，十家上市猪企生猪出栏量占总体比例由 2019 年的 8.3% 增至 2020 年的 10.4%，规模养殖场更注重疫病预防，疫苗需求更高。动保行业业绩支撑以及高景气度的核心逻辑发生改变，我们认为在未来 1-2 年的时间维度内，动物保健相关业绩的主要驱动因素将由生猪存栏量的恢复以及类似口蹄疫疫苗等大单品的市场占有率转变为非洲猪瘟的防控以及“禁抗”工作的顺利推进。短期内动物保健行业市场空间的扩容并不完全依赖于下游生猪存栏量大幅提升的周期性波动。而在此基础之上，2021H2-2022H1 生猪出栏量加速恢复增长将产生进一步的正面影响，从而持续推动动物保健行业的发展。公司在畜用产品丰富，包含有猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗等，2020H1 畜用生物制品实现营收 6567 万元，同比增长 52%，未来随疫苗普及率的提升，市场空间广阔。
- **2019、2020 年肉鸡祖代引种量位于高位，产能增长将于 2021 年有所体现，在市场苗取代政采苗的发展趋势下，公司将利用产品优势提高市占率。**我国鸡肉需求量稳步上升，截至 2020 年 11 月，全国白羽鸡祖代存栏量为 155.1 万套，全年平均存栏水平高出 2019 年平均水平的 20%。2019 年祖代引种数量 122 万套，高于历史水平且 2020 年仍维持近 90 万套的水平，参考白羽鸡自祖代引种至商品代毛鸡出栏历时约需 1 年 2 个月，2021 年肉鸡将迎来增量。公司三价重组禽流感疫苗市场反馈良好，在国家计划 2025 年全面实现市场苗替代政采苗的计划下，将尽可能扩大市场份额，享受扩容红利，提升整体禽用制品的收入。
- **公司将向特定对象发行股票募集 13.4 亿元建设兽药、疫苗相关项目，同时瞄准高速发展的宠物赛道，投资瑞派宠物，积极拓宽业务范围。**公司对现有兽药制剂业务加大投入，募集到的金额将分别投资国际标准兽药制剂自动化工厂建设、天然植物提取产业基地建设、华南生物大规模悬浮培养车间等六个项目，提升产品质量，保障未来产能；同时我过宠物市场迅速发展，但宠物用疫苗主要使用进口疫苗，高端市场基本被国际知名大厂把持，瑞派宠物于 2019 年获得美国玛氏集团 14 亿元战略投资，公司宠物业务截至 2020 年三季度增长 173%，未来发展值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.47 元、1.86 元、2.20 元，对应动态 PE 分别为 19/15/13 倍，参考行业其他公司 2021 年平均 PE 为 30 倍，考虑到下游需求增长及公司经营持续改善，予以 30 倍 PE，维持买入评级，目标价 44.1 元。
- **风险提示：**产品开发进度不及预期、养殖端出现动物疫情等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2000.41	2883.94	3925.81	5106.10
增长率	36.40%	44.17%	36.13%	30.06%
归属母公司净利润 (百万元)	398.20	593.64	753.59	888.38
增长率	104.88%	49.08%	26.94%	17.89%
每股收益 EPS (元)	0.98	1.47	1.86	2.20
净资产收益率 ROE	16.06%	21.19%	22.86%	23.05%
PE	28	19	15	13
PB	4.08	3.47	2.96	2.54

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

联系人: 刘佳宜

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)	4.04
流通 A 股(亿股)	2.49
52 周内股价区间(元)	13.72-28.15
总市值(亿元)	111.60
总资产(亿元)	38.99
每股净资产(元)	6.07

相关研究

1. 瑞普生物 (300119): 业绩超预期, 未来有望持续高增长 (2021-01-26)
2. 瑞普生物 (300119): 业绩亮眼, 利润增速逐季度攀升 (2020-10-29)
3. 瑞普生物 (300119): 业绩高速增长, 未来有望持续 (2020-08-27)
4. 瑞普生物 (300119): 业绩亮眼, 未来有望继续保持高增长 (2020-04-24)
5. 瑞普生物 (300119): 产品矩阵逐步完善, 未来有望继续发力 (2020-04-02)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：动保高新技术企业	1
2 生猪养殖规模化发展，“禁抗”推动生物制品需求	2
2.1 规模养殖迅速推进，防疫重视程度提升	2
2.2 “非瘟”、“禁抗”推动疫苗需求，产品矩阵支撑业绩增长	4
3 禽类养殖景气度高，生物制品增速可期	8
3.1 祖代引种处于高位，未来出栏增加带动动保产品需求	8
3.2 市场苗与政采苗双轮驱动，禽用产品收入增速可期	11
4 积极布局宠物行业，高速赛道未来可期	13
5 盈利预测与估值	15
5.1 盈利预测	15
5.2 相对估值	16
6 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司 2020 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2020 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	1
图 5: 不同规模生猪养殖场占比	2
图 6: 2019 年 6 月至今上市猪企生猪出栏量 (万头)	3
图 7: 全球肉鸡消费总量 (单位: 百万吨)	8
图 8: 2019 年前十大鸡肉消费国消费总量 (单位: 百万吨)	8
图 9: 2010-2019 家禽出栏量及同比变化 (单位: 亿羽)	9
图 10: 2019 年各类家禽出栏量分布情况	9
图 11: 白羽鸡自祖代到商品代流程图	9
图 12: 祖代白羽鸡存栏量 (在产+后备) (单位: 万套)	10
图 13: 2016-2020 每月白羽鸡祖代存栏量 (单位: 万套)	10
图 14: 2016-2019 白羽鸡父母代销售量 (单位: 万套)	11
图 15: 祖代白羽鸡引种量 (单位: 万套)	11
图 16: 宠物行业收入及同比变化率	14
图 17: 宠物医疗市场规模及同比变化	14

表 目 录

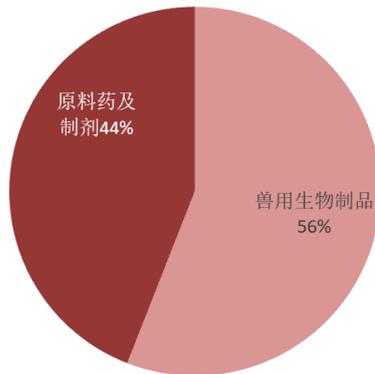
表 1: 畜禽养殖环保政策要求	2
表 2: 我国非洲猪瘟疫苗研制过程	4
表 3: 部分继发性特征及防治	5
表 4: 关于“禁抗”、“限抗”相关政策	6
表 5: 部分猪用重点产品介绍	7
表 6: 在研畜用相关产品	8
表 7: 公司禽用产品介绍	12
表 8: 重组禽流感三价疫苗种类及生产企业	12
表 9: 部分禽用产品在研项目及意义	13
表 10: 瑞普生物布局宠物行业记录	14
表 11: 分业务收入及毛利率	16
表 12: 可比公司估值	16
附表: 财务预测与估值	17

1 公司概况：动保高新技术企业

瑞普生物 2001 年成立于天津，业务范围从兽用制剂延伸到动物疫苗、兽用原料药等，涵盖动物保健品、养殖服务、宠物诊疗及药品、生物产业基金等多个领域，产品丰富、结构合理且具有创新能力，是国内为数不多的产品覆盖动物疫病预防、诊断、治疗、促生长以及调节免疫机制的兽药企业之一。作为高新技术企业，公司十分注重科研，且实力雄厚，拥有“国家企业技术中心”、“全国重点实验室”以及三家省级“院士工作站”等研发条件，所申报的“农业部生物兽药创制重点实验室”获得批准，成为行业内仅有的以兽药开发和创制作为研究方向的 3 家农业部重点实验室(企业)依托单位之一。

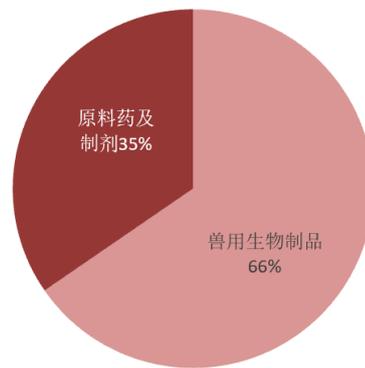
公司主营业务结构：公司营业收入主要来自兽用生物制品，2020 年公司实现营业收入 20.0 亿元，其中兽用生物制品业务实现 11.2 亿元，占比达 56.2%，位列第二的是原料药及制剂占比 44.3%。兽用生物制品 2020 年实现毛利 7.2 亿元，占比为 66%，原料药占比约为 35%，毛利为 3.8 亿元。其他业务与内部抵消后为小额负数，故存在占比之和大于 1 的情况。

图 1：公司 2020 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

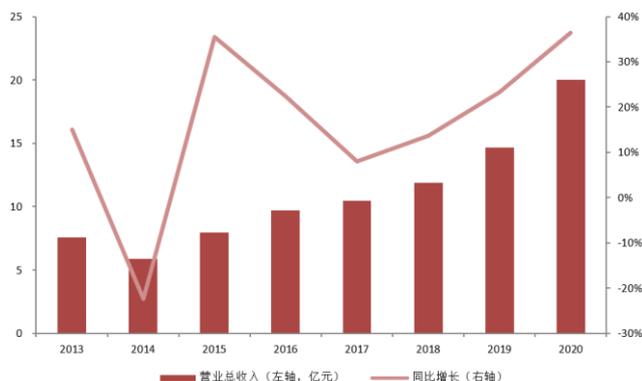
图 2：公司 2020 年主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

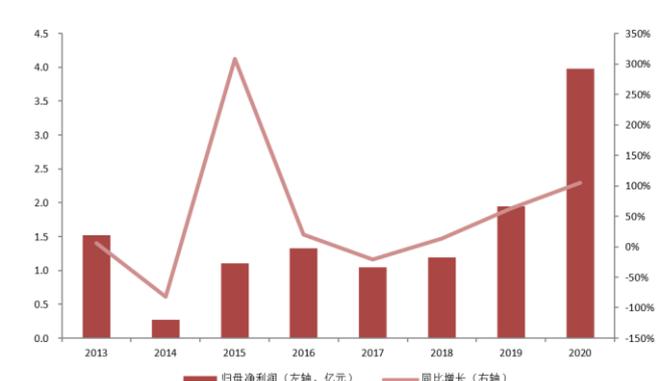
公司业绩状况：截至 2020 年，公司实现营业收入 20.0 亿元，同比增长 36.4%，归母净利润约 4 亿元同比增长 104.9%。公司稳健经营，2013 年-2020 年营业收入与归母净利润的复合增长率分别为 14.9%，14.8%。

图 3：公司 2013 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 2013 年以来归母净利润及增速



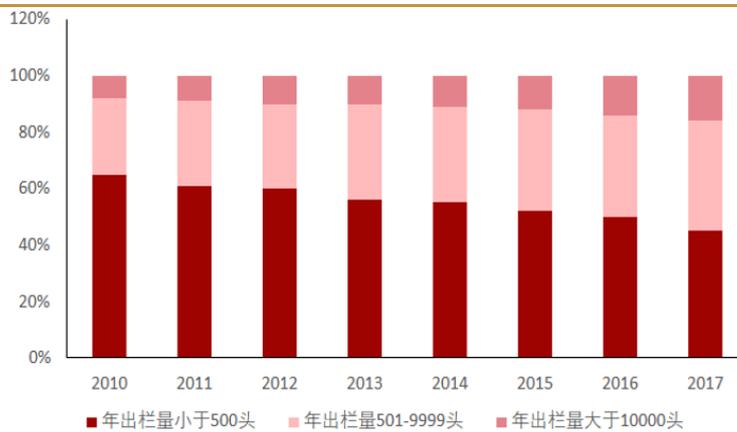
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 生猪养殖规模化发展，“禁抗”推动生物制品需求

2.1 规模养殖迅速推进，防疫重视程度提升

在政府对于生猪养殖环保要求提高以及非洲猪瘟疫情的双重影响下，生猪养殖的规模化快速发展。自 2015 年至 2019 年的五年内，中大型规模化养殖场的占比由 45% 上升至 62%，一方面散户减少使得猪类养殖场总数由 5000 万减少至 2600 万户，另一方面年出栏达 5 万头的大规模养殖场上升趋势明显，由 200 户左右上升至 450 户左右。而未来，行业集中度有望进一步提升，在 2017 年我国生猪养殖行业 CR10 仅为 6.9%，参照美国等成熟市场，仍有发展空间。

图 5：不同规模生猪养殖场占比



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

政府强调环保要求，散户养殖难以满足条件。一直以来，我国的生猪养殖行业壁垒低，参与者以散户和家庭农户为主，极度分散、养殖效率较低。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离开市场。

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》	进一步明确畜禽养殖场、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》	科学划定畜禽养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽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。

时间	政策	重点内容
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 年年底以前，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

非洲猪瘟作为一种高致死性传染病，2017 年该病毒传入俄罗斯，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，截止 2019 年 4 月，我国共发生猪瘟 129 起，捕杀生猪 102 万头。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。按照中国大陆相关法律法规，当确认非洲猪瘟的案例时，一般进行三项措施：扑杀、无害化处理、疫区建立与管理。2018 年 9 月农业农村部与财政部联合印发《关于做好非洲猪瘟强制扑杀补助工作的通知》中提到，为农户及地方不瞒报可能存在的疫情，对扑杀动物进行 1200 元/头的补偿。

在非洲猪瘟以及 2020 年初新冠疫情的影响下，龙头企业规模养殖场，表现出较强防控与抗压能力。据中国产业信息网数据显示，年产 500 头以上的规模养殖发生非洲猪瘟场点占比不足 10%，而年产 500 头以下的散户发生非洲猪瘟的场点占比达 30%。今年年初为防控新冠疫情采取的停工停产措施，致使饲料价格上升，生猪运输困难，最终降价处理，入不敷出。散户在此双重打击之下，退出市场，数量降低。

图 6：2019 年 6 月至今上市猪企生猪出栏量（万头）



数据来源：wind，西南证券整理

注：因公司披露时间段不同，2020 年 1 月数据为 2020 年 1 月与 2 月合计总量

上市公司生猪出栏量不断攀升，大型养殖场出栏生猪于市场的份额逐渐扩大。十家上市生猪养殖企业（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）整体生猪出栏量分别在 2019 年 8 月以及 2020 年 2 月存在下跌，可归结于非洲猪瘟、新冠疫情的影响，随后在 2019 年 11 月全国生猪与母猪存栏量上升后，12 月的生猪出栏量提升，而随着新冠疫情得到控制，生猪出栏量恢复速度快，2020 年共计 5498.8 万头，相较于 2019 年 4503 万头同比增长 22.1%，适应市场能力明显强于散户养殖，规模化养殖稳定性优势有所体现。

规模化养殖场更加规范，防疫重视程度高，动物保健产品需求随之增长。截止 2018 年统计数据显示，规模养殖生猪头均医疗防疫费为 20.2 元，较 2017 年增长 2.1%，占直接成本的比重约为 1.3%，而散户养殖生猪头均防疫费用为 15.8 元，较 2017 年降低 4%，占直接成本比重为 0.8%。根据上市公司年报，不同的大型养猪场防疫费用占直接成本比例波动幅度较小，最低 5% 左右，最高可达 10%。在政府支持猪类养殖产业规模化的背景下，猪类健康更有保证，整体医疗防疫费用有所提升，猪用动物保健产品需求增加，公司在畜用疫苗以及药品领域产品丰富，未来发展空间广阔。

2.2 “非瘟”、“禁抗”推动疫苗需求，产品矩阵支撑业绩增长

动保行业业绩支撑以及高景气度的核心逻辑发生改变。与之前业内观点不同的是，我们认为在未来 1-2 年的短期维度内，动物保健相关业绩的主要驱动因素将由生猪存栏量的恢复以及类似口蹄疫疫苗等大单品的市场占有率转变为非洲猪瘟的防控以及“禁抗”工作的顺利推进。非洲猪瘟的疫苗尚未投入使用，养殖户为避免损失在生物安全防护方面将高度关注，在此基调下非洲猪并发症的防控以及生猪本身抵抗力的提升都将得到重视，相应兽药、疫苗、饲料添加剂的需求量也将随之攀升；另一方面“禁抗”政策促使养殖户对待部分疾病态度由“治”转“防”，传统的在发现疫病后在饲料中添加抗生素治疗的方式将不再适用，相应疾病的疫苗产品则会迎来市场需求的提升。

非洲猪瘟：

非洲猪瘟的疫苗正处于积极研制过程中，具体生产问世的时间尚不明确。1921 年非洲猪瘟首次出现在肯尼亚，是一种高致死性传染病。2017 年该病毒传入俄罗斯，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高，养殖户将为此投入更多的防疫费用，动物保健整体市场扩张。早在非洲猪瘟疫情于我国境内爆发之前，相关科研单位就曾展开过相应的研究，进行理论、技术以及人才方面的储备。在疫情发生后，农业农村部及时发布应急预案，鼓励并支持相关实验室进行疫苗研发。据公开报道，哈尔滨兽医研究所完成了非洲猪瘟疫苗创制实验室研究和产业化中间试制工作，其中有一株疫苗于 2019 年 12 月批准开展环境释放实验，2020 年 3 月获兽用生物制品临床试验批件，今年四月、五月、六月在黑龙江、河南、新疆三个养殖基地启动临床试验，目前来看进展顺利。农业农村部透露，我国非洲猪瘟疫苗研制工作取得阶段性进展，已完成疫苗环境释放试验，即将进入扩大临床试验和生产性试验阶段。

表 2：我国非洲猪瘟疫苗研制过程

时间	进度	科研意义
2019 年 3 月	成功分离了我国第一株 ASFV 毒株 (Pig/HLJ/18)	对非洲猪瘟感染性、致病力和传播能力进行了较为系统的研究，建立动物感染模型；初步阐明我国 ASFV 流行毒株的基因组特点和进化关系。
2019 年 5 月	成功研发出两种候选疫苗	候选疫苗从安全及效率指数来看优于其他国家已经发布的相似研究成果，有待进一步的临床试验。
2019 年 8 月	《基因缺失的减毒非洲猪瘟病毒及其作为疫苗的应用》专利申请公布	该发明采用非洲猪瘟中国流行毒株 Pig/CN/HLJ/2018，经基因工程技术，将非洲猪瘟病毒的毒力基因缺失，获得 MGF360-505R 缺失和 CD2 与 MGF360-505R 联合缺失的基因缺失病毒。这两种毒株均能提供对非洲猪瘟中国流行毒株的 100% 免疫保护，可作为安全和有效的防控中国非洲猪瘟疫情

时间	进度	科研意义
		的疫苗。
2019年10月	成功解析非洲猪瘟病毒结构	新鉴定出非洲猪瘟病毒多种结构蛋白，阐述了结构蛋白复杂的排列方式和相互作用模式，提出了非洲猪瘟病毒可能的组装机制，为开发效果佳、安全性高的新型非洲猪瘟疫苗奠定了坚实基础。
2020年3月	成功创制非瘟疫苗	研究人员以我国第一株非洲猪瘟病毒分离株 Pig/HLJ/2018 为骨架，利用同源重组技术构建了一系列具有不同基因缺失的重组病毒。通过在猪体内进行的系统的致病力、免疫原性和免疫保护性试验，遴选出一株具有 7 个基因缺失的病毒 (HLJ/18-7GD) 符合弱毒活疫苗安全性标准，可对非洲猪瘟强毒的致死性攻击提供有效免疫保护。

数据来源：哈尔滨兽医研究所官网，西南证券整理

非洲猪瘟变异病毒的出现进一步推动了防控需求，虽致死率降低但生猪免疫力受其影响，继发病症的防疫产品未来市场空间有望提升。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。其临床表现具有一定的隐蔽性，早期的诊断难度更大，使我国非洲猪瘟的防控工作面临新的挑战。

养殖场在慢性非洲猪瘟背景下饲养成功的关键在于控制好继发感染其他病原发病死亡。猪附红细胞体病作为最主要的继发病之一，主要是通过吸血昆虫进行传播，在夏天较为常见，其病因主要为附红细胞体附着于红细胞表面，破坏其防御功能，被寄生部位的红细胞膜两侧的蛋白出现凝集现象，改变原来的规则状态，发生溶血性贫血。目前市场上并没有大规模使用的附红细胞体针对性疫苗，一般会通过服用或是注射化药进行防治。公司针对其他的继发病，例如猪多杀性巴氏杆菌（猪肺疫）、链球菌、猪丹毒等，均分别拥有相应的疫苗产品，未来市场空间扩大，公司发挥丰富产品矩阵优势，有望迎来业绩提升。

表 3：部分继发病特征及防治

名称	特征	防治方法
猪附红细胞体	直接传播是通过舔食血液或带血的物质，间接是通过活的媒介如疥螨、虱子、吸血昆虫(如刺蝇、蚊子、蝉等)传播，吸血昆虫是最重要的传播路径。主要病症表现包括溶血性贫血、局部粘膜或表皮出血。	治疗的药物虽然很多，但有特效的不多，一般治疗会用血虫净(或三氮咪、贝尼尔)、咪唑苯脲(肌肉或皮下注射)、四环素、土霉素(口服、静注、肌注)、新砷凡纳明(静注)
猪巴氏杆菌病(猪肺疫)	传染途径主要是病原猪分泌物、排泄物和血液等，通过被污染的饲料、饮水和其他器物经消化道感染发病；接触和通过飞沫传播时次要的传染方式。较典型的症状是急性咽喉炎，颈下咽喉部急剧肿大，呈紫红色，触诊坚硬而有热痛；慢性型初期症状不显，继则食欲和精神不振，持续性咳嗽，呼吸困难，	口服疫苗：用多杀性巴氏杆菌 679~230 弱毒株或 C20 弱毒株制成的口服猪肺疫弱毒冻干菌苗，用冷开水稀释后，混入饲料内喂猪，瑞普子公司湖南中岸生物拥有此该项兽药产品批文；国内还有用 E0630 弱毒株、TA53 弱毒株和 CA 弱毒株制成的 3 种活疫苗，供肌肉或皮下注射。
链球菌	猪链球菌可以分为 35 个血清型，其中 1、2、7、9 型是猪的致病菌，主要通过感染伤口，可引起猪的急性败血症、脑膜炎、关节炎、心内膜炎、肺炎等疾病。	关于生猪的链球菌病疫苗品种有 8 种，2020 年获得批签发的企业有 12 家。其中瑞普生物相关产品为诸连富(猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗)，含有免疫蛋白，用于预防猪链球菌 2 型、

名称	特征	防治方法
		7型感染引起的猪链球菌病和副猪嗜血杆菌4型、5型引起的感染。
猪丹毒	又称打火印，是由猪丹毒丝菌引起的，临床症状可分为：急性，此型常见，3-4天内死亡，病死率80%左右；亚急性，出现有热感的疹块，病程为1-2周；慢性则为数周至数月。	种公、母猪每年春秋两次进行猪丹毒氢氧化铝甲醛疫苗免疫。育肥猪60日龄时进行一次猪丹毒氢氧化铝甲醛疫苗或猪三联苗免疫一次即可；瑞普生物子公司中岸生物产品猪丹毒活疫苗(GC42株)可以注射也可以口服。

数据来源：维基百科，农业农村部，公司公告，西南证券整理

“禁抗”政策：

“禁抗”相关工作的顺利推进将促使养殖户对待非强制免疫疾病的态度由“治”转“防”。

饲用抗生素添加剂具有抗菌和促生长的作用，能够帮助动物预防疾病、改善营养吸收，从而促进其生长，提高养殖效率。从20世纪70年代抗生素开始广泛应用于我国的畜牧养殖业中，为我国畜禽业的发展做出了巨大贡献。然而，随着抗生素在养殖环节中被滥用，病毒将产生耐药性，兽用抗生素治疗效果降低；养殖用药量增加会加剧抗生素药物毒副作用和残留超标风险，严重威胁了畜禽水产品质量安全和公共卫生安全。因此，“禁抗”、“限抗”成了养殖业绿色发展的必然趋势。自2016年起，我国发布了一系列政策，逐渐加大对饲料的禁抗力度。2020年7月1日起，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。

表4：关于“禁抗”、“限抗”相关政策

时间节点	工作内容
2020年1月以前	修订“既有促进生长又有防治作用”品种的质量标准，仅保留防治用途。改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式；不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号。
2020年1月起	退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口；注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至2020年6月30日。
2020年7月起	饲料生产企业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
2020年8月起	将养殖者自行配制饲料纳入饲料管理体系，对养殖者生产自配料时的原料、添加剂和兽药等使用提出明确要求。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

“禁抗”促使养殖户应对多种生猪疾病的态度从“被动”转为“主动”，防疫方式由使用抗生素治疗转变为接种疫苗。在禁抗令实施后，畜禽的发病率将增加，幼崽因抵抗力较弱，存活率降低，染病后的治疗成本也将增长。例如出现猪群腹泻的情况时，以往当患猪头数较少时则会采用注射抗生素治疗，若出现大面腹泻则主要采用抗生素拌料，长此以往将导致猪场内细菌对抗生素产生耐受性，药剂用量逐渐增加，猪肠道健康和免疫能力也受损。在禁抗令实施后无法添加抗生素拌料，养殖户为避免类似疾病带来的损失，将采用主动接种疫苗的方式。

公司在畜用产品方面具有多样性优势，在市场需求扩张的情况下未来成长空间广阔。2020年上半年公司畜用生物制品营收为6567万元，同比增长52%。在“替抗”市场中公司的生物制剂以及兽用化药都将迎来销量增长：生物制剂方面可按大类分为病毒类疫苗与细菌类疫

苗，其中前者包括猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗、猪细小病毒病灭活疫苗等；后者则包含有猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗等，兽用化药方面公司生产替米考星、头孢噻唑、氟苯尼考、多西环素等用以防治细菌、支原体等微生物的相关产品，未来疫苗与药物皆将因“禁抗令”的颁布而迎来市场需求增量，促进业绩提升。

表 5：部分猪用重点产品介绍

时间		产品名称	产品描述
生物制剂	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。
		诸元妥	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 ≥ 105.0 TCID ₅₀ 、流行性腹泻病毒 ZJ08 株 ≥ 105.0 TCID 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 (CVCC AV1412) 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 (CVCC AV1412)，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 (兔源)：本产品含猪瘟病毒免化弱毒株 (兔脾淋组织毒，CVCC AV1412)，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 (06257 和 palA)，免疫期 5 个月。
兽用药品		替米佳+	主要成分为替米考星，用于治疗猪胸膜放线杆菌、巴氏杆菌和支原体感染。
		立本康	主要成分为氟苯尼考，是酰胺醇类抗生素，用于巴氏杆菌和大肠杆菌所致的细菌性疾病。
		倍扶欣	主要成分为头孢噻唑，用于治疗猪呼吸道细菌性感染，如猪副嗜血杆菌病

数据来源：公司官网，西南证券整理

因所处行业为创新技术赛道，秉持为畜禽健康负责的态度，公司注重新产品研发。在畜用产品方面投入研究资金与经历，现正处于研究阶段的项目包含猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体、猪肺炎支原体、副猪嗜血杆菌 (4 型、5 型) 三联灭活疫苗。猪圆环病毒 2 型感染、猪肺炎支原体、副猪嗜血杆菌病是目前危害我国养猪业最重要的三种疫病，在研产品采用 PCV2 基因工程亚单位纯化蛋白和猪肺炎支原体、副猪嗜血杆菌的优势病原菌优选菌株，配合优质佐剂乳化制成，未来将实现一针同时预防三种疫病，大幅度降低猪场接种劳动强度，为客户带来良好体验，提高猪用疫苗市场竞争力；而牛传染性鼻气管炎灭活疫苗 (C1 株) 将从靶动物层面丰富公司畜用疫苗产品结构，满足用户对防疫的要求。

表 6: 在研畜用相关产品

项目名称	项目目的	截至 2020H1 项目进展
猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体、猪肺炎支原体、副猪嗜血杆菌 (4 型、5 型) 三联灭活疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号,用于预防猪圆环病毒 2 型感染引起的疾病、猪肺炎支原体、副猪嗜血杆菌 (4 型、5 型) 引起的副猪嗜血杆菌病。	已获得农业农村部临床批件,正在进行产品的临床试验。
猪萎缩性鼻炎灭活疫苗 (TK-MB6 株+TK-MD8 株)	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号,用于由支气管败血波氏杆菌和多杀性巴氏杆菌引起的猪萎缩性鼻炎。	取得《新兽药注册证书》,处于兽药产品批准文号申请阶段。
牛传染性鼻气管炎灭活疫苗 (C1 株)	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。	已获得兽药产品批准文号 (兽药生字 030383018)
副猪嗜血杆菌病三价灭活疫苗 (4 型 H4L1 株+5 型 H5L3 株+12 型 H12L3 株)	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。	处于复审阶段,即将取得《新兽药注册证书》。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

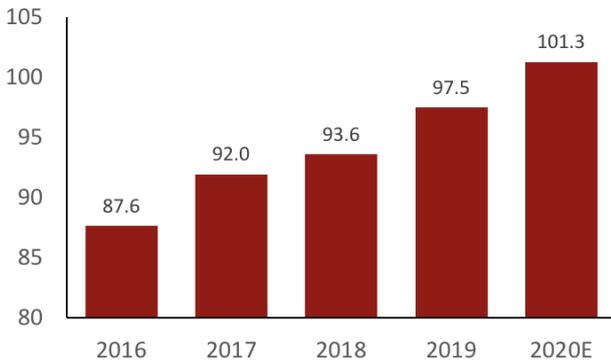
结合非洲猪瘟所带来的防控意识提升、对并发症相关疫苗兽药产品需求的刺激作用,以及“禁抗”工作将对部分疫苗产品的需求推进的判断,我们认为目前短期内动物保健行业市场空间的扩容并不完全依赖于下游生猪存栏量大幅提升的周期性波动。而在此基础之上,2021H2-2022H1 生猪出栏量加速恢复增长将产生进一步的正面影响,从而持续推动动物保健行业的发展。

3 禽类养殖景气度高, 生物制品增速可期

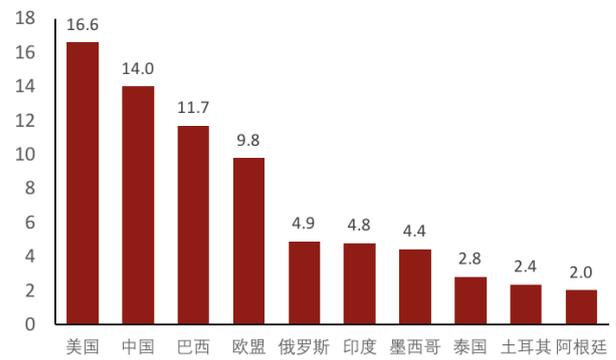
3.1 祖代引种处于高位, 未来出栏增加带动动保产品需求

中国鸡肉需求与全球保持一致步调, 未来仍将保持小幅增长。2016 年-2020 年全球鸡肉消费量由 8764 万吨逐步上升至 1 亿吨, 向上趋势明显。在全球鸡肉消费水平前十的国家中, 中国位列第二, 2019 年消费量达 1400 万吨, 占全球比例约 14%。这表明鸡肉作为重要的蛋白质来源, 全球消费量稳定小幅上涨, 中国市场需求量同样如此。而中国人均鸡肉消费量水平约为 10 公斤/人, 位列世界第七, 与位列第一的美国存在近 40 公斤/人的差距。考虑到我国为发展中国家, 人口基数较大等因素, 中国鸡肉市场上的需求量有望提升。

图 7: 全球肉鸡消费总量 (单位: 百万吨)
图 8: 2019 年前十大鸡肉消费国消费总量 (单位: 百万吨)



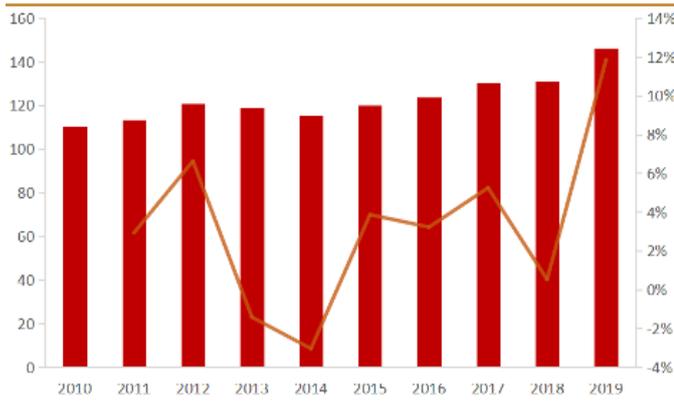
数据来源: USDA, 西南证券整理



数据来源: USDA, 西南证券整理

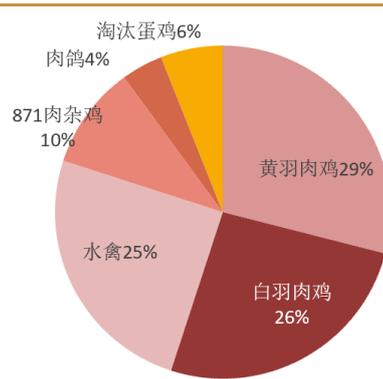
自 2010 年至 2019 年, 我国禽肉产量和家禽的出栏量总体呈现上升趋势。2019 年全年家禽出栏量为 146.4 亿羽, 同比增长 11.9%, 2020 年上半年全国家禽出栏 65.9 亿只, 比上年同期增加 4 亿只, 增长 6.5%, 增幅比一季度扩大 5.8 个百分点; 我国家禽出栏结构分布较为平均, 2019 年占比前三的种类分别为黄羽肉鸡 29%、白羽肉鸡 26%、水禽 25%。

图 9: 2010-2019 家禽出栏量及同比变化 (单位: 亿羽)



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

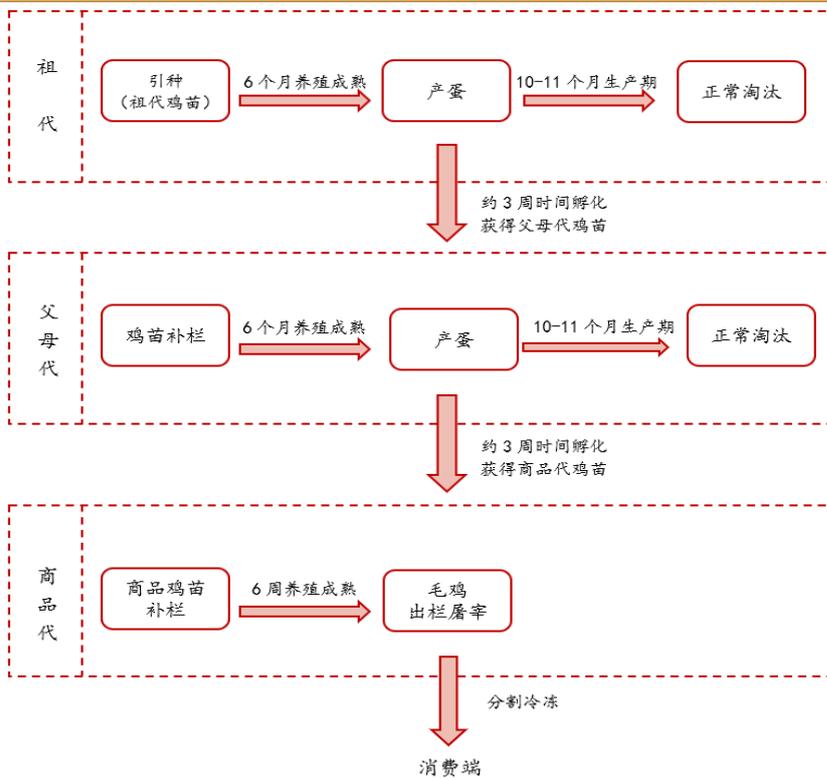
图 10: 2019 年各类家禽出栏量分布情况



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

白羽肉鸡产能自祖代传递至商品代约需 1 年零两个月左右。白羽肉鸡作为我国现主要的肉鸡品种之一, 系从国外引进繁育的快大型品种, 其养殖周期更短, 饲料转换率高, 适合于西式烹饪, 2019 年产量达 690 万吨左右, 同比增长 9.5%。白羽鸡养殖从祖代鸡苗的引进到最终商品毛鸡的出栏需经历三个阶段: 第一阶段耗时约 6 个月, 将引进的祖代鸡苗培育成熟至可产蛋; 第二阶段历时约 6 个月, 在父母代被孵化后将其繁育使产蛋; 第三个阶段历时约 9 周, 在父母代产下鸡蛋后花费三周时间孵出商品代鸡苗, 后经历六周育肥培育成可出栏的毛鸡进行屠宰、分割冷冻制成冻肉, 最终流向消费端。整体产业链时间递延效应明显, 祖代引种与存栏量的变动将在 1 年之后反映到商品代。

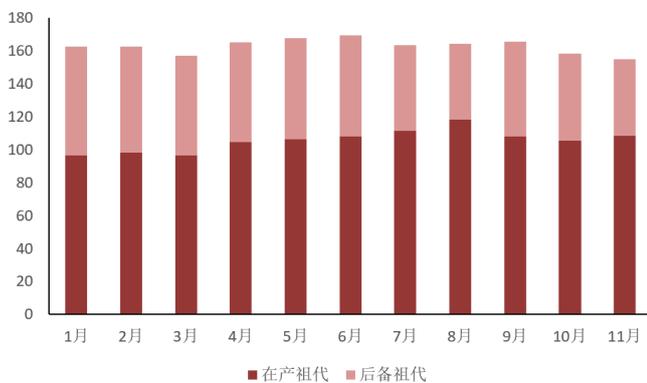
图 11: 白羽鸡自祖代到商品代流程图



数据来源：维基百科，西南证券整理

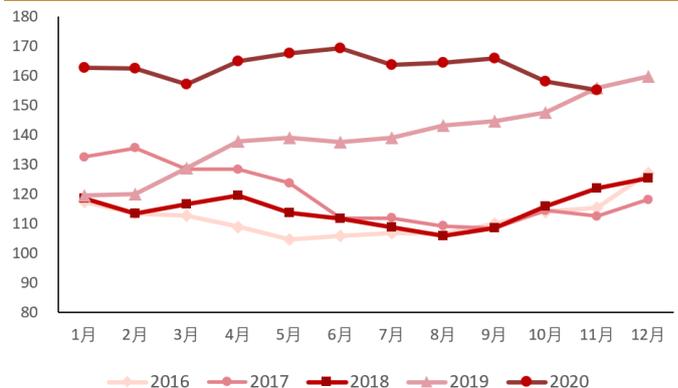
2020年全国祖代白羽鸡存栏量处于历史高位。截至2020年11月统计结果显示，全国祖代白羽鸡存栏量为155.1万套，同比变动-0.25%，环比减少1.98%，低于2019年同期水平，但在此之前每月祖代存栏水平平均高于2019年，差距水平逐渐缩小，平均水平约为20%。存栏构成为后备祖代以及在产祖代，2020年11月在产祖代种鸡存栏量108.2万套，环比涨幅2.7%，同比涨幅10.6%。2020年3月-8月，在产祖代白羽鸡数量由96.5万套增长至118.3万套，增长约23%，这次产能的增长预计会在2021年5月左右的毛鸡出栏量中开始有所体现。

图 12：祖代白羽鸡存栏量（在产+后备）（单位：万套）



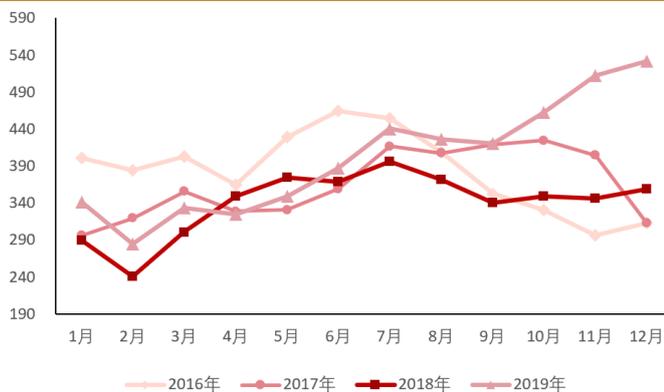
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 13：2016-2020 每月白羽鸡祖代存栏量（单位：万套）

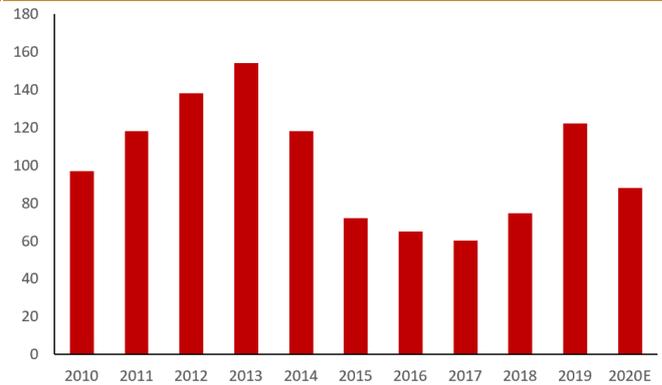


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

参考历史父母代与商品代销售情况，大体符合时滞预期，预计未来 2021 年商品代出栏量将迎来增长，带动相关动物保健产品需求扩张。例如，依照祖代白羽鸡存栏量变化情况，2019 年 2 月-4 月由 120 万套左右增长近 15%，预计 6-7 个月后（考虑三周的孵化时间）父母代鸡苗销量会随之增长，而父母代销售数据表示 2019 年 9 月-11 月父母代鸡苗销售量迎来相似幅度的增长。排除为防控新冠疫情、突发禽流感等特殊原因的影响，长期以来祖代产能的变动情况均能在后续产能以及出栏量中得到印证，2019 年以及 2020 年的累计祖代引种量均远高于历史水平，2019 年全年达到 122 万套，2020 年截至 10 月引种 80 万套，考虑到在养殖过程中存在强制换羽以延长禽类生产周期的情况，我们可以合理预计此次祖代存栏的高位将使得 2021 年商品代毛鸡出栏量迎来提升，公司禽用疫苗销量也将随之而增长。

图 14：2016-2019 白羽鸡父母代销售量（单位：万套）


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 15：祖代白羽鸡引种量（单位：万套）


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

3.2 市场苗与政采苗双轮驱动，禽用产品收入增速可期

禽流感作为强制免疫疫病，其针对性疫苗市场空间将因市场苗替代政采苗的行业发展趋势而扩张。目前我国动物疫苗市场分强制免疫和非强制免疫两大类。全国范围内实行强制免疫的有口蹄疫、高致病性禽流感、小反刍兽疫三种动物疫病。强制免疫疫苗以政府招标采购后免费发放给养殖户使用（政采苗）为主导，疫苗生产企业点对点销售给养殖场（市场苗）为辅；非强制免疫疫苗则均为市场化采购。2020 年 11 月农业农村部办公厅印发的《关于深入推进动物疾病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》中指出，未来市场发展的方向将以 2021 年、2022 年、2025 年为三个重要节点。2020—2021 年，在河北、吉林、浙江等 10 个省份的规模养殖场户开展深入推进“先打后补”改革试点；2022 年，全国所有省份的规模养殖场户实现“先打后补”，年底前政府招标采购强免疫苗停止供应规模养殖场户；2025 年，逐步全面取消政府招标采购强免疫苗，树立“生产者防疫、受益者付费”理念，支持市场机制在强免疫苗经销、采购、免疫服务等环节起决定性作用。

公司以禽类为靶动物的生物制品产品丰富，包含有禽用疫苗以及禽用药品。截至 2020 年上半年，公司兽用生物制品营业收入 5.4 亿元，禽用生物制品实现营业收入 4.8 亿元，占比 88.1%。较去年同期增长 57.4%。疫苗方面针对禽流感、鸡新城疫、鸡马立克病等均有重点布局，而禽用药品方面则侧重家禽防治细菌、支原体等微生物，同时涉及家禽营养与替抗产品。

表 7: 公司禽用产品介绍

产品种类	具体包含产品
禽用疫苗	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗、重组新城疫禽流感病毒 (H9 亚型) 二联灭活疫苗、鸡新城疫传染性支气管炎二联活疫苗、鸡马立克疫苗、鸡传染性鼻炎灭活疫苗、鸡新城疫传染性法氏囊病二联灭活疫苗、鸡传染性法氏囊病精制卵黄抗体、蛋黄抗体等。
禽用药品	家禽防治细菌、支原体等微生物重点产品有氟苯尼考、替米考星、盐酸沃尼妙林、注射用头孢噻唑钠, 家禽营养与替抗产品有浓缩鱼肝油, 复合维生素, 双黄连, 麻杏石甘口服液等。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在禽流感疫苗方面公司具有产品竞争优势。2020 年 7 月 14 日, 农业农村部发布 314 号公告制定了 4 种禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗的产品制造及检验试行规程、质量标准等。截至目前共有 11 家生产企业获得重组禽流感 H5+H7 三价疫苗的生产批准文号, 其中广州市华南农大生物药品有限公司作为瑞普生物持股 70% 的子公司, 是唯一的“H5N2 rSD57 株+rFJ56 株, H7N9 rGD76 株”产品, 而养殖户或规模养殖场为了保证免疫合格率, 通常会采购几种疫苗产品从而分散风险, 公司因其产品独家性而获得一定的竞争优势。

表 8: 重组禽流感三价疫苗种类及生产企业

疫苗名称	拥有生产资格的企业	最新批准时间	到期日期
重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N2 rSD57 株+rFJ56 株, H7N9 rLN79 株)	广州市华南农大生物药品有限公司	2020.09.18	2022.09.17
重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9 H7-Re3 株)	青岛易邦生物工程有限公司	2020.11.05	2025.11.04
	乾元浩生物股份有限公司郑州生物药厂	2020.12.21	2025.12.20
	辽宁益康生物股份有限公司	2020.09.01	2025.8.31
	哈药集团生物疫苗有限公司	2020.11.20	2025.11.19
	哈尔滨维科生物技术开发公司	2020.09.01	2025.8.31
	肇庆大华农生物药品有限公司	2020.11.19	2025.11.18
	广东永顺生物制药股份有限公司	2020.09.30	2025.9.29
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-Re3 株)	普莱柯 (南京) 生物技术有限公司	2020.12.15	2025.12.14
	吉林冠界生物技术有限公司	2020.09.01	2022.8.31
	山东信得动物疫苗有限公司	2020.12.01	2022.11.30

数据来源: 农业农村部, 西南证券整理

未来公司将保持市场苗领先地位, 进一步扩大市场占有率。公司 2020 年上半年 5.4 亿的营业收入按照销售方式可分为市场苗与政采苗, 其中前者贡献收入 4.8 亿元, 占比为 88.9%, 同比增长 58.7%, 政采苗营收 6458 万元, 占比 11.1%, 同比增长 43.4%。市场苗方面, 公司现处于行业领先地位, 且下游养殖端对其产品评价高, 未来将充分发挥公司和大学院校专家委员会的技术优势, 通过疾病疫病快速诊断、提供科学有效的疫病控制和净化方案, 实现技术服务升级, 提供一站式产品与服务, 在研、产、销一体化、铁三角助力下, 与集团大客户继续进行深度战略合作, 进一步拓宽市场。政府采购方面, 政府为防治重大动物疾病, 每年投入大量资金用于相关生物制品的采购, 省级兽医站制定年度防疫计划, 报农业部审批后, 根据《中华人民共和国政府采购法》进行各地市政府招标。公司重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭

活疫苗(H5N2 rSD57 株+rFJ56 株,H7N9 rGD76 株)被列入国家批准使用的疫苗名录,具有全禽源、全基因组、高抗体、高交叉攻毒保护、高安全性等优势,未来仍将保持稳定增长。

禽用疫苗公司在两类销售渠道均存在布局,将受到市场苗替代政采苗的正向推动,在下游产品需求扩张的情况下将发挥其竞争优势,迎来业绩增长。国家统计局数据显示,2019年我国家禽出栏量为146.4亿羽,按照禽类防疫费用1元/羽计算,若公司未来市场占有率提升至30%,则其对应市场空间为43.9亿元。且除现有产品外,公司充分发挥其研发优势,进行多样性产品研发,丰富矩阵,为未来长远战略打下基础。

表 9: 部分禽用产品在研项目及意义

项目名称	对公司的影响	截至 2020H1 项目进展
禽流感 DNA 疫苗(H5 亚型,pH5-GD)	DNA 疫苗兼具预防和治疗作用、免疫应答时间长、具有高度的生物安全性、利于鉴别诊断、储运方便、成本低等优点,成为我国防控 H5 亚型禽流感的新型疫苗选择;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。	已获得农业农村部颁发的《新兽药注册证书》,注册为一类新兽药。截止报告期末为新兽药监测期。
新城疫重组病毒灭活疫苗(A-VII 株)	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。	已获得农业农村部颁发的《新兽药注册证书》,注册为一类新兽药。截止报告期末处于兽药产品批准文号申请阶段
鸡传染性法氏囊病泡腾片活疫苗(B87 株)	该产品填补了我国兽用生物制品的新剂型(泡腾片)空白,具有储运便利、用户接种便捷等巨大优势,为养殖场(户)防控鸡传染性法氏囊病提供了新的选择,进而为公司家禽板块营销提供了新的增长点。	即将取得《新兽药注册证书》。
鸭坦布苏病毒 ELISA 抗体检测试剂盒	目前国内外还没有其他商品化的鸭坦布苏病毒抗体检测试剂盒。该试剂盒可用于坦布苏病毒抗体的快速定性和定量检测,将是我国鸭坦布苏病毒感染的大规模血清学流行病学调查和鸭坦布苏病毒疫苗抗体检测的首选工具,为行业提供了一种快速检测方法,为确立公司在鸭坦布苏疫苗领域的行业领先地位提供了技术支撑。	已报农业农村部,即将取得《新兽药注册证书》。
禽多杀性巴氏杆菌荚膜亚单位疫苗	本产品是针对禽多杀性巴氏杆菌(禽霍乱)的亚单位疫苗,免疫效果与现有商品疫苗相当,有望丰富公司的禽苗产品线。	项目处于临床试验申报材料的修订及定稿工作阶段
重组禽流感病毒灭活疫苗(H7N9 亚型,rGD76 株)	本产品系针对目前流行的 H7N9 亚型高致病性禽流感病毒的灭活疫苗,对 H7N9 亚型禽流感流行毒株的保护效果良好,抗体效价高,有望为公司增加用于防控 H7N9 亚型禽流感病毒的专用疫苗	已进入新兽药注册初审评审阶段
重组禽流感病毒灭活疫苗(H5N2 亚型,rFJ56 株+H7N9 亚型,rGD76 株)	本产品针对目前流行的 Clade 2.3.4.4 分支的 H5 亚型禽流感病毒和 H7N9 亚型高致病性禽流感病毒二价灭活疫苗,疫苗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。	已进入新兽药注册初审评审阶段

数据来源:公司公告,西南证券整理

4 积极布局宠物行业,高速赛道未来可期

宠物行业是由宠物活体、宠物食品、宠物医疗、宠物美容、宠物用品为主要构成的与宠物有关的所有行业的统称,在宠物活体方面仍然以犬类和猫类为主。宠物行业上市公司现数

量较少，而前景广阔。我国宠物市场自 2012 年以来规模不断扩大，2019 年宠物市场消费规模达 2024 亿，同比增长 18.5%，其中宠物狗市场规模 1056 亿元，宠物猫市场规模 652 亿元，2019 年市场消费规模达 2024 亿元，同比增速为 18.5%。随着宠物渗透率提高，人们对于宠物健康的重视程度也在不断提高，国人对宠物的健康支出也在持续增加，2019 年中国宠物医疗市场规模达 465.5 亿元，相较于 2018 年上涨 18.3%。

图 16: 宠物行业收入及同比变化率


数据来源:《中国宠物行业白皮书》，西南证券整理

图 17: 宠物医疗市场规模及同比变化


数据来源:《中国宠物行业白皮书》，西南证券整理

政府对于宠物防疫重视程度日益增强。2021 年 1 月 22 日全国人大常委会第 25 次会议表决通过了动物防疫法的修订。在第二章《动物疾病的预防》中，添加第三十条，明确指出单位和个人饲养犬只，应当按照规定定期免疫接种狂犬疫苗，凭动物诊疗机构出具的免疫证明向所在地养犬登记机关申请登记。携带犬只出户的，应当按照规定佩戴犬牌并采取系犬绳等措施，防止犬只伤人、疫情传播；第十一章第九十二条中指出对于饲养的动物未按照动物疫病强制免疫计划或者免疫技术规范实施免疫接种的；或是对饲养的犬只未按照规定定期进行狂犬病免疫接种的，由县级以上地方人民政府农业农村主管部门责令限期改正，可处一千元以下罚款，逾期不改的处一千元以上五千元以下的罚款，由县级以上地方人民政府农业农村主管部门委托动物诊疗机构、无害化处理场所等代为处理，所需费用由违法行为人承担。

目前我国宠物疫苗以犬用和猫用为主，虽然进口疫苗的价格高于国产，但因其品牌知名度、免疫效果更优，其在我国宠物疫苗市场中所占份额较大，高端市场几乎被硕腾、英特威、勃林格等国际知名大厂把持。**公司把握高速发展赛道机会，准确布局，稳健经营。**截至 2020 年三季度公司实现营业收入 14.6 亿元，同比增长 41.5%，即使在年初新冠疫情的影响下，公司宠物药品实现营收增长 173%。公司于 2015 年正式开启宠物市场布局，投资 1000 万认购瑞派宠物 4.3% 的股权，而瑞派宠物已于 2019 年获得美国玛氏集团的 14 亿元战略投资，投资后估值可达 69 亿元，在前期的快速发展基础上目前已经成为拥有超过 300 家门店的大型高端宠物医院连锁机构，未来三年，瑞派宠物预计将继续保持增长态势，门店数量有望突破 1000 家并进军海外市场。

表 10: 瑞普生物布局宠物行业记录

时间	事件
2015.08.25	公司与天津天创资产管理合伙企业（有限合伙）、天津天创保鑫创业投资合伙企业（有限合伙）通过增资扩股的方式投资瑞派美联宠物医院管理股份有限公司（以下简称“瑞派宠物”），其中公司以自有资金出资 1,000 万元，天创资产出资 2000 万元，天创保鑫出资 2000 万元。公司对瑞派宠物投资的 1,000 万元中，555.58 万元计入注册资本，444.42 万元计入资本公积，投资完成后，公司持有瑞派宠物 4.34% 的股权。

时间	事件
2016.07.25	公司第三届董事会第十六次会议审议通过《关于收购天津天创保鑫创业投资合伙企业(有限合伙)持有瑞派宠物医院管理股份有限公司 8.70%股权暨关联交易的议案》，以自有资金 3,000 万收购天津天创保鑫创业投资合伙企业持有的瑞派宠物 8.70% 的股权，最终获得派瑞宠物 13.04% 的股权。
2016.9.29	公司第三届董事会第十九次会议审议通过《关于向瑞派宠物医院管理股份有限公司增资 2,000 万元暨关联交易的议案》，公司以自有资金 2,000 万元人民币对瑞派宠物进行增资，合计持有 16.52% 的股权。
2017.05.18	2017 年 5 月 18 日，公司第三届董事会第二十七次会议审议通过《关于对外投资暨关联交易的议案》，以自有资金 4,500 万元对瑞派宠物进行增资，增资完成后，公司对瑞派宠物的持股比例最终变为 15.54%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

在 2017 年后，公司持股比例随瑞派宠物自身注册资本的变动情况而变动，截至 2020 年上半年持股比例为 9.5%，系瑞派生物前十大股东之一。现阶段公司所包含宠物用重点产品中，重组犬 α -干扰素（冻干型）获得兽药产品批准文号，该产品为国内首个重组兽用干扰素产品，对于宠物病毒类疾病防治临床应用广泛；且公司为国内首家获得了吸入麻醉剂生产线的企业，获得了异氟烷和七氟烷批准文号，七氟烷为国内唯一批准合规的兽用吸入麻醉剂，异氟烷和七氟烷主要用于犬猫外科手术的麻醉诱导和麻醉维持，解决了目前宠物市场无合规吸入麻醉剂的问题。

宠物相关产品研究持续投入，项目建设为未来产能提供保障。公司通过自研与合作研发相结合，在犬猫多联疫苗、狂犬疫苗、干扰素、麻醉剂、消毒剂、驱虫药、营养添加剂等方面选择大产品加大开发力度，为未来宠物产品市场开发积蓄力量。在研项目中的犬细小病毒抗血清截至 2020 年上半年，处于新兽药注册材料阶段，已通过质量标准确认，待提交复核样品，该产品主要是针对犬细小病毒的紧急预防，对宠物保健市场具有重要意义。除研发投入外，公司 2020 年 6 月向不特定对象发行可转换公司债券总规模达 10 亿元，其中两亿元将投入国际标准兽药制剂自动化工厂建设项目，该项目建成后将能够生产颗粒剂、预混剂、粉剂、消毒液、杀虫剂等畜禽、宠物药剂产品，为后续开拓市场提供基础；在营销方面公司将提高产品宣传力度，通过聚焦核心产品、特色产品，借助互联网营销线上带动线下，并通过产品组合为客户提供一体化解决方案等方式，扩大公司宠物产品的销售额和市场占有率。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

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，叠加禽用疫苗方面需求随产能扩张而提升的预期，预计 2021-2023 年兽用生物制品销量增速为 55%/40%/30%，对应毛利率分别为 59%/61%/60%。

假设 2：参考生猪及能繁母猪目前的存栏量，结合规模化养殖发展以及禽类养殖景气度处于高位的情况，预计 2021-2023 年原料药及制剂的销量增速为 30%/30%/30%，对应毛利率分别为 40%/43%/43%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
兽用生物制药	收入	1,123.87	1,742.00	2,438.80	3,170.44
	增速	34.97%	55.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	64.27%	59.00%	61.00%	60.00%
原料药及制剂	收入	885.26	1,150.84	1,496.09	1,944.92
	增速	32.96%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	43.18%	40.00%	43.00%	43.00%
其他及内部抵消	收入	-8.72	-8.90	-9.08	-9.26
	增速	-281.35%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	-360.85%	-30.00%	-30.00%	-30.00%
合计	收入	2,000.4	2,883.9	3,925.8	5,106.1
	增速	33.07%	44.17%	36.13%	30.06%
	毛利率	56.79%	51.69%	54.35%	53.69%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取动物保健行业中的两家家主流公司: 普莱柯、中牧股份、生物股份, 2019 年三家的平均 PE 为 63 倍, 2021 年平均 PE 为 30 倍。考虑到下游行业景气度高叠加公司经营持续改善, 予以公司 2021 年 30 倍 PE, 维持“买入”评级, 目标价 44.1 元。

表 12: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603566	普莱柯	22.31	0.34	0.63	0.83	1.07	55.68	35.26	26.73	20.83
600195	中牧股份	13.89	0.30	0.55	0.58	0.68	38.08	25.32	24.05	20.51
600201	生物股份	22.32	0.20	0.38	0.58	0.87	95.38	58.64	38.78	25.75
平均值							63.05	39.74	29.85	22.36
300119	瑞普生物	27.59	0.48	0.98	1.47	1.86	30	28	19	15

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

产品开发进度不及预期、养殖端出现动物疫情等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2000.41	2883.94	3925.81	5106.10	净利润	439.49	680.65	861.69	1012.58
营业成本	919.39	1393.16	1792.10	2364.74	折旧与摊销	96.63	120.67	120.67	120.67
营业税金及附加	18.44	31.68	41.58	53.58	财务费用	25.56	40.56	59.88	68.59
销售费用	356.34	490.27	687.02	944.63	资产减值损失	-0.82	0.00	0.00	0.00
管理费用	165.14	268.21	372.95	536.14	经营营运资本变动	-152.53	-298.15	-243.58	-321.81
财务费用	25.56	40.56	59.88	68.59	其他	-19.89	-130.77	-30.00	-39.04
资产减值损失	-0.82	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	388.44	412.95	768.66	841.00
投资收益	1.51	21.00	30.00	39.00	资本支出	-145.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	116.75	110.00	0.00	0.00	其他	-97.36	325.66	0.71	17.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-243.07	325.66	0.71	17.37
营业利润	513.12	791.07	1002.28	1177.41	短期借款	-199.03	714.72	117.06	188.31
其他非经营损益	-2.20	-1.69	-1.91	-2.01	长期借款	98.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	510.92	789.38	1000.37	1175.41	股权融资	20.50	0.00	0.00	0.00
所得税	71.43	108.72	138.68	162.82	支付股利	-100.06	-204.99	-305.60	-387.94
净利润	439.49	680.65	861.69	1012.58	其他	10.60	-100.84	-59.88	-68.59
少数股东损益	41.29	87.01	108.10	124.21	筹资活动现金流净额	-169.86	408.89	-248.43	-268.22
归属母公司股东净利润	398.20	593.64	753.59	888.38	现金流量净额	-24.49	1147.50	520.94	590.14
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	294.47	1441.97	1962.91	2553.05	成长能力				
应收和预付款项	527.90	869.50	1126.77	1474.41	销售收入增长率	36.40%	44.17%	36.13%	30.06%
存货	364.01	551.35	709.31	936.07	营业利润增长率	95.05%	54.17%	26.70%	17.47%
其他流动资产	418.43	261.01	296.37	325.97	净利润增长率	96.38%	54.87%	26.60%	17.51%
长期股权投资	222.78	222.78	222.78	222.78	EBITDA 增长率	67.72%	49.90%	24.21%	15.54%
投资性房地产	73.59	42.73	45.69	47.95	获利能力				
固定资产和在建工程	1114.96	1002.51	890.06	777.61	毛利率	54.04%	51.69%	54.35%	53.69%
无形资产和开发支出	434.76	426.63	418.50	410.37	三费率	27.35%	27.71%	28.53%	30.34%
其他非流动资产	448.36	448.27	448.18	448.09	净利率	21.97%	23.60%	21.95%	19.83%
资产总计	3899.24	5266.75	6120.56	7196.29	ROE	16.06%	21.19%	22.86%	23.05%
短期借款	402.14	1116.86	1233.92	1422.23	ROA	11.27%	12.92%	14.08%	14.07%
应付和预收款项	287.16	481.77	608.85	797.64	ROIC	17.73%	22.63%	24.07%	23.76%
长期借款	98.13	98.13	98.13	98.13	EBITDA/销售收入	31.76%	33.02%	30.13%	26.77%
其他负债	374.77	357.30	410.88	484.87	营运能力				
负债合计	1162.21	2054.06	2351.78	2802.88	总资产周转率	0.54	0.63	0.69	0.77
股本	404.49	404.49	404.49	404.49	固定资产周转率	2.65	4.25	6.93	11.24
资本公积	963.10	963.10	963.10	963.10	应收账款周转率	5.06	5.04	4.84	4.81
留存收益	1156.00	1544.66	1992.64	2493.07	存货周转率	2.93	3.04	2.84	2.87
归属母公司股东权益	2455.57	2844.22	3292.21	3792.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.42%	—	—	—
少数股东权益	281.46	368.47	476.56	600.77	资本结构				
股东权益合计	2737.03	3212.69	3768.78	4393.42	资产负债率	29.81%	39.00%	38.42%	38.95%
负债和股东权益合计	3899.24	5266.75	6120.56	7196.29	带息债务/总负债	43.05%	59.15%	56.64%	54.24%
					流动比率	1.83	1.77	1.98	2.10
					速动比率	1.41	1.45	1.64	1.73
					股利支付率	25.13%	34.53%	40.55%	43.67%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	635.30	952.29	1182.83	1366.67	每股收益	0.98	1.47	1.86	2.20
PE	28.03	18.80	14.81	12.56	每股净资产	6.77	7.94	9.32	10.86
PB	4.08	3.47	2.96	2.54	每股经营现金	0.96	1.02	1.90	2.08
PS	5.58	3.87	2.84	2.19	每股股利	0.25	0.51	0.76	0.96
EV/EBITDA	16.30	10.63	8.19	6.77					
股息率	0.90%	1.84%	2.74%	3.48%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn