



畜用保持高增，未来成长性凸显

投资要点

- **业绩总结:** 2021 上半年公司实现营业收入 10.4 亿元，同比增长 12.6%，归母净利润 2 亿元，同比增长 38.2%。
- **家畜板块业绩快速增长，家禽板块整体保持平稳。** 报告期内公司家畜业务实现营收 2.3 亿元，同比增长 70.9%，其中药品收入同比增长 98%，疫苗同比增长 40%，新增集团客户数量取得突破，集团客户业务收入增长 160%；家禽业务实现营收 6.7 亿元，同比增长 2.7%，在禽类养殖行情较为低迷的情况下，公司仍是先正向增长，保持市场占有率领先，体现出出色的市场竞争力。未来随周期上行趋势，将会迎来销量以及利润的增长，整体向好。公司以产品结合服务方案的形式，持续开拓大客户，集团客户业务收入同比增长近 10%。公司畜用业务营收快速增长，业务布局自过去单一禽用产品向更多方向与板块发展，从而伴随周期性逐渐减弱以及成长性地加强。且公司在提供产品的基础上加强服务，积极为客户提供针对性强的解决方案，优先把握动保企业由产品向“产品+服务”转型的趋势。
- **公司产品矩阵丰富，疫苗与药品协力养殖企业做好畜禽防疫工作，动保行业迎来新的成长空间。** 下游养殖行业在数量、结构以及养殖环境三个方面都发生了改变。首先，**生猪存栏数量**基本以恢复至正常水平，2021 年上半年生猪存栏 4.4 亿头，同比增长 29.2%，能繁母猪存栏 4564 万头，同比增长 25.7%；其次**生猪养殖规模化发展**是大势所趋，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%，规模化养殖将更加重视疾病防疫以及养殖效率，对动保产品的数量以及质量要求均有所提升。**养殖环境方面**，非洲猪瘟疫苗尚未问世，且“禁抗令”政策推进将使得生猪抵抗力受到影响，为了保证生猪健康与养殖效率，非强制免疫疫苗的相关产品需求提升；综合以上三方面，养殖企业对动保公司产品质量和产品丰富程度提出更高需求。**动保企业的竞争已从单一产品竞争时代进入苗药多品种加高效养殖服务协同促进的阶段。**公司拥有完整的产品矩阵并可以为大客户打造高标准的疫病防控体系，差异化服务有效提升集团客户粘性。我们认为未来公司有望继续凭借全面的产品结构继续高速拓展市场，拉动业绩持续高增长。
- **禽养殖目前处于调整阶段，鸡价处于低位且饲料价格上涨，养殖行情较为低迷，但长期来看公司有望凭借产品优势获得业绩增长。**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%。我们认为 2021 年禽类存栏仍将处于高位，价格处于相对低位，养殖景气度不高。**市场苗替代政策推进顺利推进**，在国家计划 2025 年全面实现市场苗替代政策苗的计划下，2021-2025 年将在全国逐步开放“先打后补”试点。公司三价重组禽流感疫苗自 2019 年推出后，市场反馈良好，市占率保持快速提升。我们认为未来公司将把握集约化养殖趋势，调整营销策略，差异化服务与产品优势并行，进一步将扩大市场份额，享受扩容红利，提升整体禽用制品业务的业绩。
- **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 16/13/11 倍，维持“买入”评级。
- **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	593.63	753.57	888.35
增长率	104.88%	49.08%	26.94%	17.88%
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	24	16	13	11
PB	3.54	3.02	2.57	2.21

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

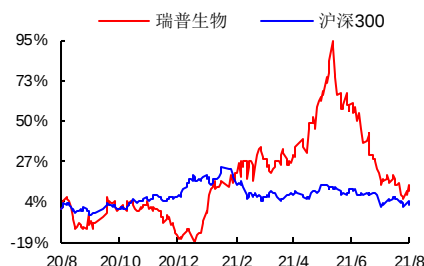
邮箱: xuq@swsc.com.cn

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)	2.52
52 周内股价区间(元)	17.94-42.5
总市值(亿元)	96.88
总资产(亿元)	40.87
每股净资产(元)	6.19

相关研究

1. 瑞普生物 (300119): 药苗联动, 打开动保新成长空间 (2021-04-29)
2. 瑞普生物 (300119): 重药轻苗, 动保行业变革迎新机遇 (2021-04-12)
3. 瑞普生物 (300119): 动保核心竞争格局变化, 公司进入快速增长通道 (2021-03-16)
4. 瑞普生物 (300119): 业绩超预期, 未来有望持续高增长 (2021-01-26)
5. 瑞普生物 (300119): 业绩亮眼, 利润增速逐季度攀升 (2020-10-29)
6. 瑞普生物 (300119): 业绩高速增长, 未来有望持续 (2020-08-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2000.41	2883.94	3925.81	5106.10	净利润	439.49	680.64	861.66	1012.55
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	40.57	59.91	68.63
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	-153.65	-298.73	-244.07	-322.51
财务费用	25.56	40.57	59.91	68.63	其他	-18.76	-131.33	-29.91	-38.99
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	411.81	768.27	840.35
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	791.06	1002.25	1177.37	短期借款	-199.03	715.87	117.47	188.99
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	789.36	1000.34	1175.37	股权融资	20.50	0.00	0.00	0.00
所得税	71.43	108.72	138.67	162.82	支付股利	-100.06	-204.99	-305.60	-387.93
净利润	439.49	680.64	861.66	1012.55	其他	10.60	-100.85	-59.91	-68.63
少数股东损益	41.29	87.01	108.09	124.20	筹资活动现金流净额	-169.86	410.03	-248.04	-267.58
归属母公司股东净利润	398.20	593.63	753.57	888.35	现金流量净额	-24.49	1147.50	520.94	590.14
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	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	552.50	710.84	938.26	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	5267.89	6122.10	7198.48	ROE	16.06%	21.19%	22.86%	23.05%
短期借款	402.14	1118.01	1235.48	1424.47	ROA	11.27%	12.92%	14.07%	14.07%
应付和预收款项	287.16	481.77	608.85	797.64	ROIC	17.73%	22.62%	24.06%	23.75%
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	2055.21	2353.35	2805.12	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	1544.65	1992.62	2493.03	存货周转率	2.92	3.03	2.83	2.86
归属母公司股东权益	2455.57	2844.22	3292.19	3792.60	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	3212.68	3768.75	4393.37	资产负债率	29.81%	39.01%	38.44%	38.97%
负债和股东权益合计	3899.24	5267.89	6122.10	7198.48	带息债务/总负债	43.05%	59.17%	56.67%	54.28%
					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%
					每股指标				
					每股收益	0.98	1.47	1.86	2.20
					每股净资产	6.77	7.94	9.32	10.86
					每股经营现金	0.96	1.02	1.90	2.08
					每股股利	0.25	0.51	0.76	0.96
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	635.30	952.29	1182.83	1366.67					
PE	24.34	16.33	12.86	10.91					
PB	3.54	3.02	2.57	2.21					
PS	4.84	3.36	2.47	1.90					
EV/EBITDA	13.99	9.09	6.95	5.70					
股息率	1.03%	2.12%	3.15%	4.00%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 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
上海	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	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn