

2021年11月04日

证券研究报告·公司研究报告

瑞普生物 (300119) 农林牧渔

买入 (维持)

当前价: 22.03元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

多领域协同发力, 打造创新型动保龙头

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 受非洲猪瘟影响, 不同养殖主体间成本差距可达 10 元/公斤, 未来整体盈利能力逐步修复, 动保产品需求亦将增长; 2) 禽苗稳定市场领先地位, 发展畜用生物制品, 禁抗政策推行将催生 100-150 亿市场增量, 公司积极布局化药板块, 参考欧盟禁抗经验, 在禁止促生长类抗生素使用后, 治疗用抗生素市场需求增长近一倍; 3) 针对生药、化药多产线及车间进行改造升级与产能扩建, 未来三年陆续完成建设, 将新增 16 亿元以上产能。
- **动保需求将逐步回升。** 2021 年上半年全国生猪存栏量 4.4 亿头, 能繁母猪存栏 4564 万头, 截至 2021 年 10 月中旬, 生猪平均价格在 12 元/公斤左右, 养殖企业普遍亏损。本次猪周期因非洲猪瘟的发生而使得养殖成本区间扩大, 不同养殖主体间成本差距可达 10 元/公斤左右, 由此我们认为此次动保行业需求的核心因素受到非洲猪瘟的一次性影响而**短期转为养殖企业盈利能力的修复**。饲料成本、仔猪成本、生猪价格、生猪死亡率四者为影响盈利能力的重要因素, 从当前时点来看皆呈现明显边际改善趋势, 未来行业整体成本中枢下移, 盈利水平提升, 动保产品的需求也将加速回升。于此同时, 公司不断采取优化客户结构, 对于优质规范化的养殖企业加大合作力度, 打造强强联手的基础。随着未来养殖企业盈利能力的改善, 公司的客户群体又将呈现新增量。从长期来看, 养殖企业要提高市场份额, 资金将不再是唯一的门槛, 养殖成本的控制以及对疫病的科学防治态度将与之同等重要, 动保产品的需求也将随下游产业的升级而提升。
- **禽流感疫苗保持市场占有率领先, 发展畜用生物制品, 布局化药板块, 周期性逐渐减弱, 成长性增强。** 2021 年以来禽类养殖整体行情低迷, 但公司仍保持禽流感疫苗市场占有率领先, 体现出出色的市场竞争力, 公司禽流感 H5+H7 亚型灭活疫苗和 H9 亚型禽流感疫苗产品线系列在国内市场占有率位居前列, 单三季度三价禽流感疫苗销售实现快速增长; 猪圆环 2 型灭活疫苗、猪传染性胃肠炎二联活疫苗在猪用生物制品市场具备较强竞争力。兽用化药方面, “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; 且行业集中度不断提升, 新版 GMP 的实施将推动落后产能淘汰, 公司作为龙头企业拥有竞争优势, 有望占领市场份额获得增长。**动保行业已由单品竞争时代迈向综合动保闭环方案竞争时代**, 公司以布局全面的产品矩阵、多项市占率排名前列的单品为支撑为客户提供全方位、多元化的服务建立竞争优势。
- **公司向特定对象发行股票募集资金 13.4 亿元, 产业规模继续扩大, 技术进步升级有利于公司长期发展。** 募集的资金主要使用的范围包括国际标准兽药制剂自动化工厂建设项目 (2 亿元)、天然植物提取产业基地项目 (1.5 亿元)、华南生物大规模悬浮培养车间项目 (1.6 亿元)、中岸生物改扩建项目 (2.5 亿元) 等。通过这次增资, 公司将借助行业快速发展趋势, 加大产能从而满足市场需求, 丰富绿色型兽药产品; 禽用疫苗将在工艺路线上升级, 获得相较传统生产工艺更高的生产效率, 兽用疫苗竞争力也将得到提升, 帮助提高防疫水平, 减少疾病损失; 同时此次募集将有助于公司提升自主研发实力, 在基因工程疫苗、疫苗关键核心工艺等领域的创新能力皆有所增强, 长期来看公司发展趋势向好。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.24 元、1.50 元、1.89 元, 对应动态 PE 分别为 17/14/11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能消化不及预期; 养殖端出现疫情; 产品研发进度不及预期等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2000.41	2402.06	3192.60	4152.92
增长率	36.40%	20.08%	32.91%	30.08%
归属母公司净利润 (百万元)	398.20	501.41	605.64	766.50
增长率	104.88%	25.92%	20.79%	26.56%
每股收益 EPS (元)	0.98	1.24	1.50	1.89
净资产收益率 ROE	16.06%	18.50%	19.56%	21.29%
PE	22	17	14	11
PB	3.13	2.76	2.42	2.09

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

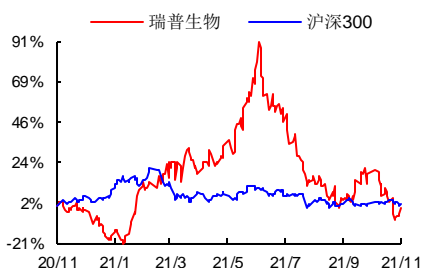
邮箱: xuq@swsc.com.cn

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)	89.08
总资产(亿元)	41.16
每股净资产(元)	6.41

相关研究

1. 瑞普生物 (300119): 养殖盈利或迎边际改善, 公司有望重回高增长 (2021-10-27)
2. 瑞普生物 (300119): 畜用保持高增, 未来成长性凸显 (2021-08-27)
3. 瑞普生物 (300119): 药苗联动, 打开动保新成长空间 (2021-04-29)
4. 瑞普生物 (300119): 重药轻苗, 动保行业变革迎新机遇 (2021-04-12)
5. 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)
6. 瑞普生物 (300119): 业绩超预期, 未来有望持续高增长 (2021-01-26)

目 录

1 公司概况：高速发展的综合性兽药企业	1
2 多因素变革催动，行业结构性扩容	2
2.1 国内兽药增速较高，国际认可度提升	2
2.2 多领域布局时代，行业集中度有待提升	4
2.3 禽畜双轮驱动，兽药行业行稳致远	8
3 疫苗化药齐头并进，构建全领域产品矩阵	12
3.1 优势单品持续扩充，畜苗业务不断发展	12
3.2 布局化药，产品优质	15
4 供应端研产深度协同，销售转型驱动需求端	17
4.1 重视研发创新，自主+合作持续输出	17
4.2 全领域产能跃进，均衡扩张迎收入增长	22
4.3 转型产品服务商，多渠道撬动增长线	24
5 盈利预测与估值	25
5.1 盈利预测	25
5.2 相对估值	26
6 风险提示	26

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: 2012-2020 年海外市场兽药销售额	2
图 6: 2012-2020 年中国兽药销售额情况	2
图 7: 国际兽药市场不同产品销售额表现 (单位: 亿美元)	3
图 8: 2015-2019 年中国不同兽药产品销售额 (单位: 亿元)	3
图 9: 我国兽药出口总额及原料药出口情况 (单位: 亿元)	3
图 10: 我国兽药进口总额及生物制品进口情况 (单位: 亿元)	3
图 11: 2019 年全球及我国生物制品结构	4
图 12: 2013-2020 年我国猪用、禽用疫苗销售额 (单位: 亿元)	4
图 13: 2019 年我国原料药细分品类销售情况 (单位: 亿元)	4
图 14: 2019 年我国化药制剂细分品类销售情况 (单位: 亿元)	4
图 15: 2015-2020 年中国兽药行业企业数量 (单位: 家)	5
图 16: 2020 年中国兽药行业头部企业市场占有率情况	5
图 17: 2015-2019 年我国口蹄疫疫苗市场规模 (单位: 亿元)	6
图 18: 2015-2020 年我国禽流感疫苗市场规模 (单位: 亿元)	6
图 19: 我国兽用生物制品企业 CR10 统计	8
图 20: 我国兽用化药企业 CR10 统计	8
图 21: 我国能繁母猪存栏环比变化情况 (单位: %)	9
图 22: 2017-2021 年我国生猪月存栏量 (单位: 万头)	9
图 23: 豆粕与玉米现货价格 (单位: 元/吨)	9
图 24: 22 个省市生猪平均价格 (单位: 元/公斤)	9
图 25: 十家上市生猪养殖企业出栏量情况 (单位: 万头)	10
图 26: 不同规模生猪养殖场结构占比情况	10
图 27: 1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量 (单位: 吨)	11
图 28: 2015-2020 年我国禽肉产量及同比增速	11
图 29: 2015-2019 年我国人均鸡肉消费量及增速	11
图 30: 2015-2020 年公司生物制品收入及同比增速	12
图 31: 2020 年瑞普生物生物制品结构	12
图 32: 2015-2020 年公司禽用生物制品收入 (亿元)	13
图 33: 2015-2020 年瑞普禽用疫苗销量 (单位: 亿羽份)	13
图 34: 2015-2020 年公司畜用生物制品收入及毛利率	15
图 35: 2013-2020 年生猪出栏和公司畜苗收入增速情况	15
图 36: 2015-2021H1 公司化药收入及增速	16
图 37: 公司原料药及制剂产销情况 (单位: 吨)	16
图 38: 2019H1-2021H1 公司原料药及制剂收入 (亿元)	16
图 39: 2015-2021H1 瑞普及可比公司化药毛利率	16

图 40: 瑞普生物研发平台架构和核心技术	18
图 41: 2015-2020 年瑞普生物研发人员数量及占比	19
图 42: 公司研发人员层次及学科覆盖	19
图 43: 瑞普生物及可比公司研发支出情况 (单位: 亿元)	19
图 44: 2015-2020 年瑞普生物研发支出占收入比例	19
图 45: 瑞普生物部分产学研合作单位	20
图 46: 瑞普及可比公司近五年获得新兽药证书数量对比	20
图 47: 2020 年瑞普生物新兽药证书类别分布	20
图 48: 瑞普生物的质量管理体系	22
图 49: 2020 年瑞普生物各区域收入占比情况	24
图 50: 2015-2020 年瑞普生物产品境外收入 (单位: 亿元)	24
图 51: 瑞普生物的三种销售渠道	25

表 目 录

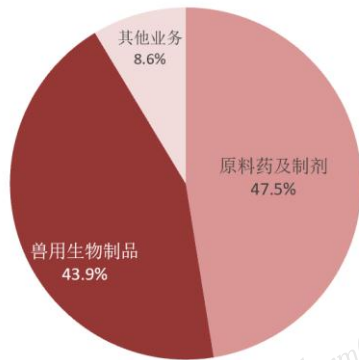
表 1: 全球前 10 动保企业 2019 年营业收入及市场份额情况	5
表 2: 兽用生物制品重点企业布局梳理	6
表 3: 我国兽用化药上市企业情况梳理	7
表 4: 瑞普生物生物制品领域重点产品概览	13
表 5: 截至 2021H1 我国获得最新重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗批文的企业	14
表 6: 2019 年以来公司重点禽苗研发进展统计	14
表 7: 瑞普生物化药领域重点产品概览	17
表 8: 瑞普生物动物疫苗产品核心技术	21
表 9: 瑞普生物药物制剂产品核心技术	21
表 10: 瑞普生物增发募资拟投资项目及投资必要性	23
表 11: 瑞普生物定向增发新增产能及预期收入	23
表 12: 分业务收入及毛利率	26
表 13: 可比公司估值	26
附表: 财务预测与估值	27

1 公司概况：高速发展的综合性兽药企业

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。截至 2021H1，公司拥有兽药产品批准文号 400 多项，在 40 多个疾病领域拥有 280 多种动保产品，覆盖家禽、家畜、牛羊和宠物。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。

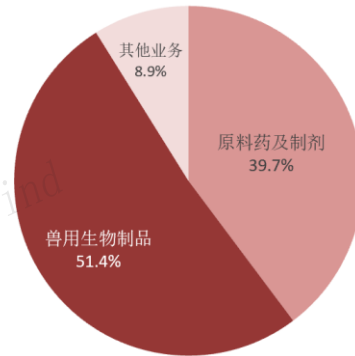
公司主营业务结构：公司营业收入主要来自兽用生物制品和原料药及制剂，2021 年上半年公司实现营业收入 10.4 亿元，其中原料药及制剂实现 4.9 亿元，占比达 47.5%，位列第二的是兽用生物制品占比 43.9%。兽用生物制品 2020 年实现毛利 2.8 亿元，占比为 51.4%，原料药及制剂占比约为 39.7%，贡献毛利 2.2 亿元。

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

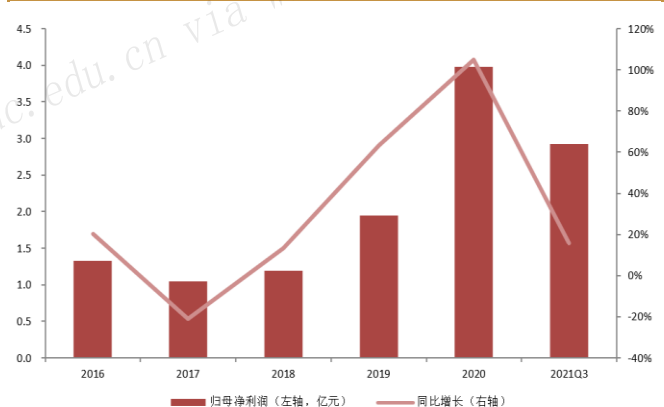
公司业绩状况：截至 2021 年三季度，公司实现营业收入 15 亿元，同比增长 2.6%，归母净利润约 2.9 亿元同比增长 15.8%，三季度经营情况受下游生猪养殖企业处于亏损区间的影响，但整体保持增长。公司稳健经营，2016 年-2020 年营业收入与归母净利润的复合增长率分别为 20.3%，29.3%。

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



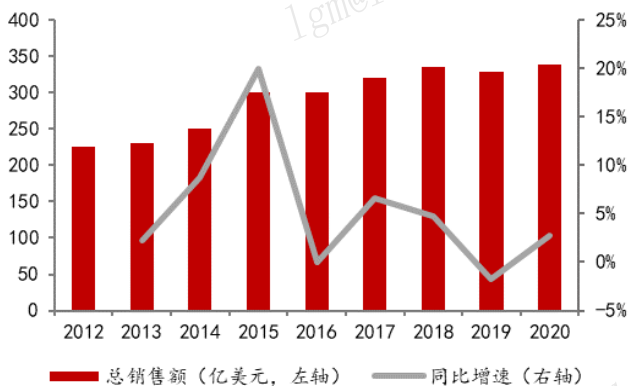
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 多因素变革催动，行业结构性扩容

2.1 国内兽药增速较高，国际认可度提升

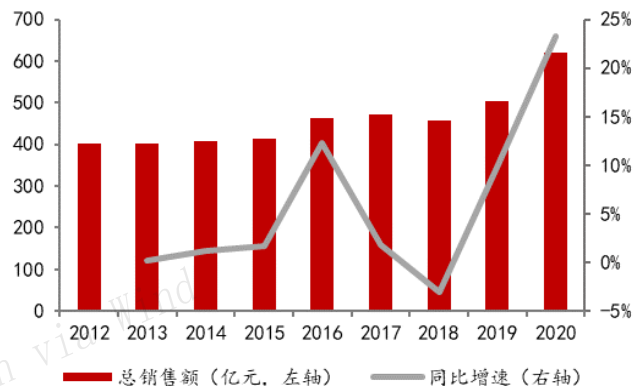
我国兽药行业销售规模增速高于全球，2020年我国兽药销售额达621亿元。当前海外兽药行业已进入稳定发展期，2020年全球（除中国）兽药市场总销售额为338亿美元，近五年复合增速为2.4%。2012-2017年国内市场兽药销售额持续增长，2018年受非瘟影响销售额有所下滑，2020年中国兽药协会将进口兽药销售额纳入统计，我国兽药销售额达到621亿元。2020年我国兽药行业销售额同比增速为23%，近五年我国兽药市场复合增速为8.5%，显著高于全球市场。

图 5：2012-2020 年海外市场兽药销售额



数据来源：IFAH，西南证券整理

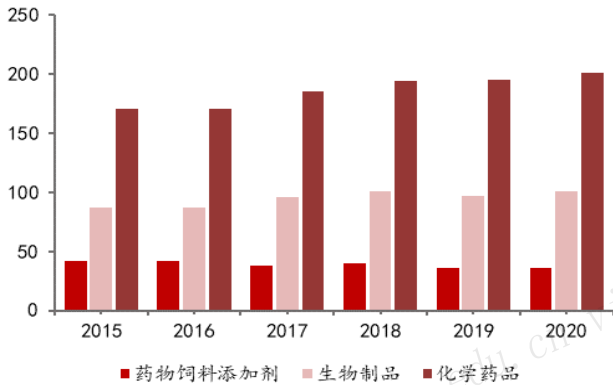
图 6：2012-2020 年中国兽药销售额情况



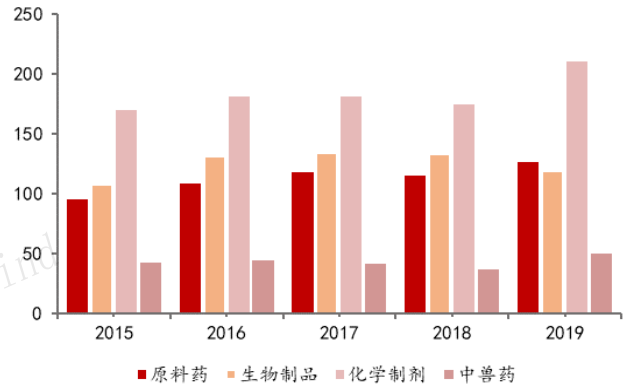
数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

国际兽药市场上，生物制品和化学药品产业销售额保持正向增长，2020年化药占据市场近6成份额。2015-2020年间，全球（不含中国）兽药生物制品销售规模从87亿美元上升至100.7亿美元，化学药品销售规模从171亿美元上升至200.8亿美元，药物饲料添加剂销售规模自42亿美元下降至36.5亿美元。截至2020年，生物制品、化学药品和药物饲料添加剂分别占全球兽药市场份额为30%、59%和11%。

我国兽药市场上，各品类总体皆呈上涨趋势，2019年化药占据了近7成销售规模。我国兽药可以分为兽用生物制品和兽用化学药品，其中兽用化学药品又分为原料药、化药制剂和中兽药。2015-2019年，生物制品从107.1亿元上升至118.4亿元（CAGR为6%），原料药从94.8亿元上升至125.8亿元（CAGR为7%），化药制剂从169.4亿元上升至210.1亿元（CAGR为3%）。从兽药市场结构来看，2019年我国生物制品和化药销售额占比分别为23%和77%，其中原料药、制剂和中兽药分别占25%、42%和10%。

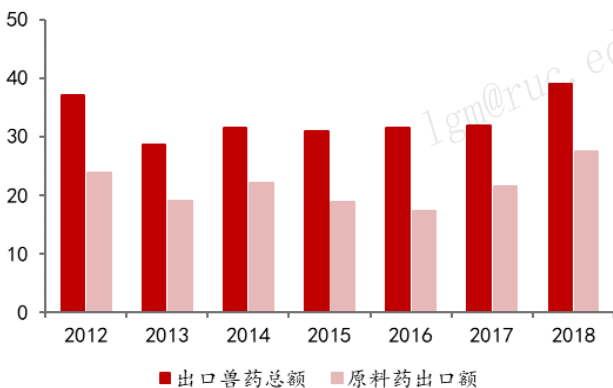
图 7：国际兽药市场不同产品销售额表现（单位：亿美元）


数据来源：IFAH，西南证券整理

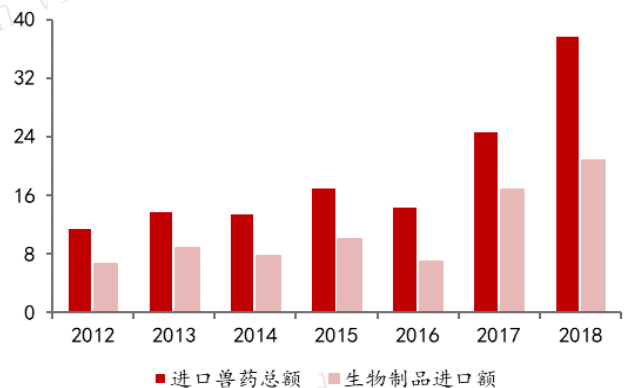
图 8：2015-2019 年中国不同兽药产品销售额（单位：亿元）


数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

我国兽药出口规模不断扩增，兽药生产国际认可度提升。受到出口国贸易政策影响，我国兽药出口总额呈现波动上升态势，2018 年销售总额达到 39 亿元。我国兽药出口主要面向东南亚及非洲地区，以原料药为主，2018 年原料药出口占出口总额比例为 70.3%。进口方面以生物制品为主。兽药所所长李明表示，2020 年我国生物制品进口由升转降，化学药品进口由升转降，出口缓慢增长，原料药出口持续上升，表明我国兽药生产整体水平受国内外认可度提升。

图 9：我国兽药出口总额及原料药出口情况（单位：亿元）


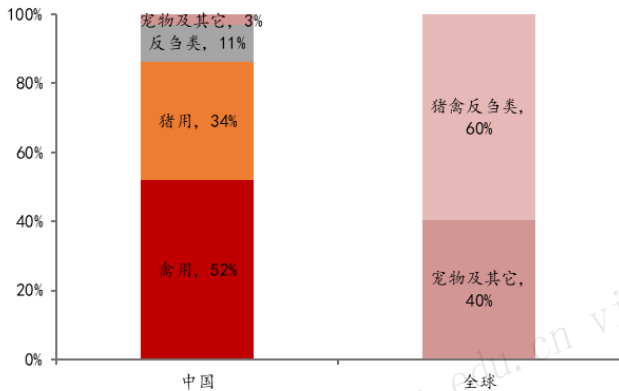
数据来源：中国兽医药品监察所，西南证券整理

图 10：我国兽药进口总额及生物制品进口情况（单位：亿元）


数据来源：中国兽医药品监察所，西南证券整理

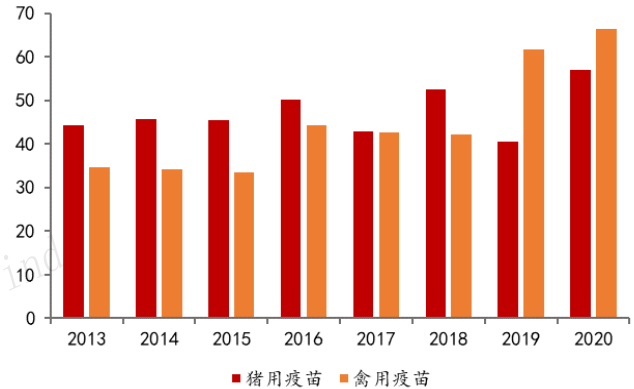
生物制品：我国超过八成的市场被猪禽占据。兽用疫苗是我国兽用生物制品最重要的组成部分，我国的兽用疫苗以猪用疫苗和禽用疫苗为主，2020 年我国兽用疫苗销售额为 142.3 亿元，禽用及猪用疫苗销售规模分别为 66.5 亿元、57 亿元。2019 年宠物占据了全球兽用生物制品销售规模近 40% 的份额，我国宠物市场份额不达 3%，宠物市场是我国与全球市场的主要差距。

图 11：2019 年全球及我国生物制品结构



数据来源：中国兽药协会、中国产业研究院，西南证券整理

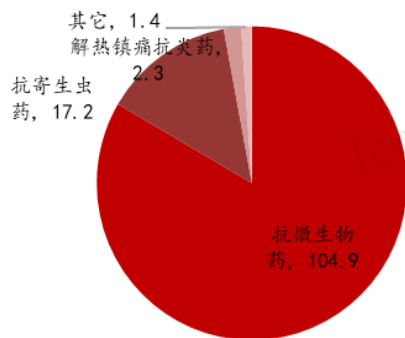
图 12：2013-2020 年我国猪用、禽用疫苗销售额（单位：亿元）



数据来源：中国兽药协会、科前生物 2021 半年报，西南证券整理

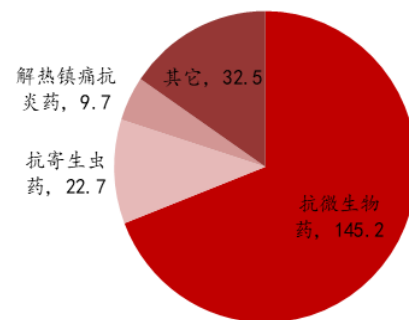
化学药品：以抗微生物、抗寄生虫等抗生素药品为主。兽药原料药可分为抗微生物药、抗寄生虫药和解热镇痛抗炎药等，2019 年抗微生物药销售额为 104.9 亿元，占市场总体比例为 83%，抗寄生虫药销售额为 17.2 亿元，占比 13.7%；兽用化学制剂可分为抗微生物药、抗寄生虫药、解热镇痛抗炎药、消毒药和水产养殖用药等，同样以抗微生物药市场份额最大，2019 年销售规模为 145.2 亿元，占比 69.1%。

图 13：2019 年我国原料药细分品类销售情况（单位：亿元）



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

图 14：2019 年我国化药制剂细分品类销售情况（单位：亿元）



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

2.2 多领域布局时代，行业集中度有待提升

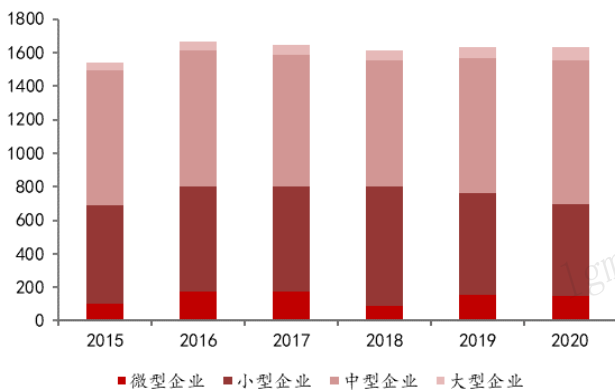
国外动保行业寡头竞争格局已成，硕腾市占率排名第一。全球大型兽药企业占据国外兽药市场主要份额，2019 年 CR10 收入占比 57.7%，市场集中度较高。当前全球排名前三的兽药企业分别是硕腾、礼蓝动保和勃林格，2019 年三者动保业务营收分别为 62.6、48.3、45.1 亿美元。硕腾连续多年位列动保市场营收规模第一，礼蓝动保 2020 年收购拜耳动保后成为全球第二，勃林格人药业务占公司收入比例大于 70%，三者的市场份额分别是 13.3%、10.3%和 9.6%。

表 1：全球前 10 动保企业 2019 年营业收入及市场份额情况

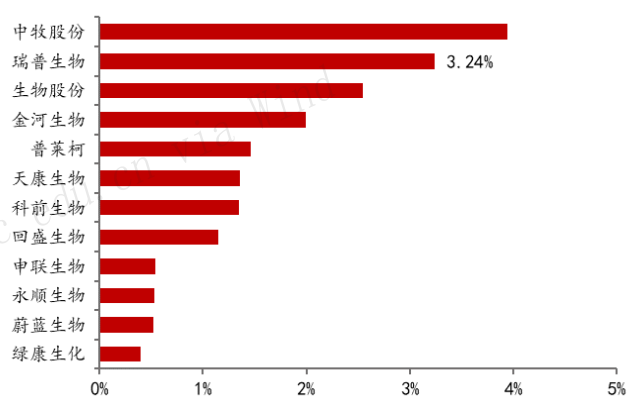
公司名称	国家	营收 (亿美元)	备注	市占率
硕腾	美国	62.6	宠物板块收入超 50%，中国是硕腾全球内第二大动保市场，2021H1 中国区域营收为 14.3 亿元	13.3%
礼蓝 (2020 收购拜耳动保，此处合并)	美国	30.7+17.6	中国业务总量占全球 5%，覆盖猪禽、牛、宠物和水产五大领域；2020 年宠物驱虫药市场份额为 22%，猪领域在跨国动保企业中市占率为 20%	10.3%
勃林格殷格翰	德国	45.1	人药+兽药，2017 年中国动保销售额为 19 亿元，猪、禽收入分别占比 55%和 25%	9.6%
默沙东	美国	43.9	人药+兽药	9.3%
爱德士	美国	27.1	宠物领域收入占比近 90%	5.7%
诗华	法国	13.4	家禽疫苗全球第 2；畜禽业务在中国发展良好，2020 年实现 5 亿元销售额	2.9%
维克	法国	10.5	主做宠物领域	2.2%
辉宝动保	美国	8.3	兽药	1.8%
Dechra Pharmaceuticals	英国	6.4	兽药，领域包括宠物和反刍等	1.3%
Huvepharma	保加利亚	6.1	欧洲最大的抗生素生产企业	1.3%

数据来源：公司年报/官网、IFAH、VETNOSIS 动保咨询机构等，西南证券整理

我国动保市场集中度不高，近八成市场掌握在国产厂商手里。我国动保企业规模较小、整体集中度不高，截至 2020 年底，我国共有 1633 家动保企业。近几年我国兽药企业呈现结构性减少趋势，微型、小型企业数量不断缩小，2017-2020 年 4 年累计减少了 102 家，中大型企业增加了 69 家，2020 年我国中大型兽药企业占比达到 56%。国内少数行业领先、规模较大的企业拥有较高的技术研发水平，通过质量和品牌优势从激烈的市场竞争中脱颖而出，从 2020 年各上市公司动保业务营收规模来看，中牧股份位列第一，市场份额为 3.9%，瑞普生物紧随其后，市占率为 3.2%。

图 15：2015-2020 年中国兽药行业企业数量 (单位：家)


数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

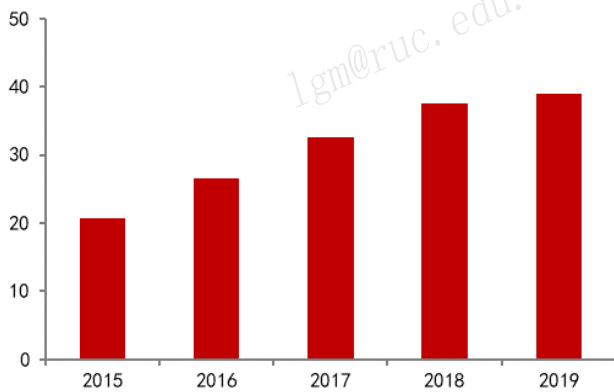
图 16：2020 年中国兽药行业头部企业市场占有率情况


数据来源：中国兽药协会、公司公告，西南证券整理

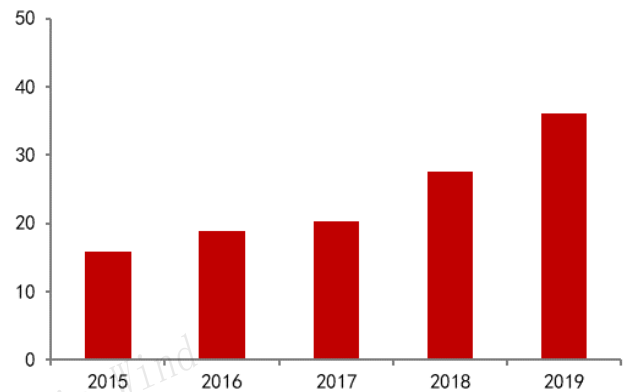
动保企业已由单品竞争时代迈向综合动保闭环方案竞争时代。我国畜牧养殖业不断规模化、集约化，同时，我国动物疫病防控政策也逐步实现过渡升级。过去政府招标体系以牌照和资质为王。当前规模养殖快速发展，养殖密度持续提高、疫情流行日趋复杂，养殖端对产

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。

生物制品领域，口蹄疫和禽流感疫苗市场规模最大，是头部公司激烈竞争之地。口蹄疫疫苗作为猪用疫苗领域最大单品，2019年市场规模接近40亿元，目前国内仅有8家企业生产，门槛较高，行业格局相对稳定。禽流感疫苗是禽用疫苗市场最大单品，当前以“先打后补”政策为主，2020年禽流感疫苗的市场规模接近36亿元，当前市场可生产销售三价灭活疫苗的公司有12家，以瑞普生物旗下华南生物和中牧股份旗下乾元浩竞争力最强。

图 17：2015-2019 年我国口蹄疫疫苗市场规模（单位：亿元）


数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

图 18：2015-2020 年我国禽流感疫苗市场规模（单位：亿元）


数据来源：智研咨询，西南证券整理

其他兽用疫苗领域竞争分散，企业差异化构筑细分优势。科前生物占据了猪伪狂犬疫苗最大市场份额，普莱柯猪圆环领域表现优异，申联生物合成肽疫苗技术领先，金河生物生产的蓝耳疫苗具备高抗原浓度和高抗原纯度，能实现超越同行的免疫效果和低不良反应。整体而言，我国兽用生物制品头部企业整体业务发展较为全面，并各自在细分领域取得了比较优势，实现了优势单品的错位发展。

表 2：兽用生物制品重点企业布局梳理

公司	特点	核心疫苗产品	行业				2020 年生物制品收入 (亿元)
			猪	禽	反刍	宠物	
生物股份	口蹄疫市场苗龙头，口蹄疫招采苗排名领先	口蹄疫 O、A 二价苗	√	√	√	√	15.8
		禽流感疫苗					
		布氏菌病活疫苗					
瑞普生物	禽用疫苗产线完备，猪用疫苗增长迅速	重组禽流感三价苗	√	√	√	√	11.2
		猪细小病毒病灭活苗					
		猪圆环灭活疫苗					
		鸡新城疫二联灭活疫苗					
中牧股份	口蹄疫招采苗龙头 (2019 市占率 24%)，禽流感疫苗龙头 (2019 市占率 16.5)	口蹄疫 O、A 二价苗	√	√	√	√	14.3
		重组禽流感三价苗					
		鸡马立克氏活疫苗					
		猪瘟活疫苗					

公司	特点	核心疫苗产品	行业				2020 年生物制品收入 (亿元)
			猪	禽	反刍	宠物	
金河生物	蓝耳灭活疫苗品质高, 享受高溢价	猪圆环灭活疫苗	√	√	√	筹备	2.7
		蓝耳疫苗					
科前生物	猪伪狂、细小、胃腹二联市占率第一	猪伪狂犬病疫苗	√	√	×	√	8.4
		胃肠炎、腹泻二联苗					
普莱柯	猪圆环疫苗领先, 2020 年禽法氏囊疫苗市占率 25%	重组禽流感灭活苗	√	√	×	产品未上市	6.2
		猪圆环灭活疫苗					
		新传禽法四联灭活苗					
天康生物	以口蹄疫为主	口蹄疫 O、A 二价苗	√	√	√	×	8.5
		小反刍兽疫活疫苗					
		布氏菌病活疫苗					
中联生物	2018 年合成肽疫苗市占率 63%	口蹄疫 O、A 二价苗	√	×	×	×	3.4
		O、A 二价合成肽苗					
海利生物	口蹄疫市场具有较强竞争力	口蹄疫 O、A 二价苗	√	×	×	×	1.7
		猪伪狂犬病疫苗					
		鸡传法囊病冻干疫苗					

数据来源: 公司公告、国家兽药基础数据库, 西南证券整理

化药领域, 中牧股份 2020 年在兽用化药领域收入为 10.1 亿元, 主要产品包括泰妙菌素、泰万菌素原料药及相应制剂。瑞普生物 2020 年化药收入为 8.9 元, 公司业务布局完善, 包括原料药、制剂、替抗产品、消毒药和宠物用药等。金河生物则主要生产饲用金霉素, 是全球范围内生产金霉素的龙头企业, 主要用于出口; 回盛生物泰乐菌素和泰万菌素产能领先, 并在进一步扩产中。

表 3: 我国兽用化药上市企业情况梳理

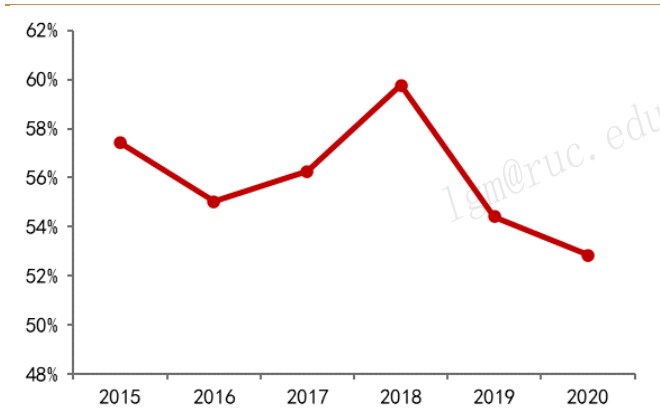
公司	主要化药产品	2020 年化药收入 (亿元)
瑞普生物	原料药及制剂: 头孢噻唑注射液、替米考星预混剂、替米考星肠溶颗粒、氟苯尼考粉等 家禽营养及替抗产品: 鱼肝油、维生素、双黄连等 宠物用药: 异氟烷和七氟烷、硫酸头孢喹肟等	8.9
中牧股份	原料药及制剂: 泰妙菌素、泰万菌素 消毒药: 过硫酸氢钾复合物粉、复方戊二醛溶液	10.1
金河生物	饲用金霉素、盐霉素、盐酸金霉素	9.7
普莱柯	制剂: 头孢噻唑注射液、氟苯尼考粉、盐酸多西环素 中兽药: 双黄连口服液、苓黄口服液、板青颗粒等 消毒药: 戊二醛苯扎溴铵溶液、过氧乙酸溶液	2.9
回盛生物	原料药及制剂: 酒石酸泰万菌素、氟苯尼考、阿莫西林、替米考星 中兽药: 定喘散、茯苓多糖	7.1
绿康生化	原料药及制剂: 杆菌肽类、硫酸粘菌素	2.5

数据来源: 公司公告、公司官网、国家兽药基础数据库, 西南证券整理

兽药行业门槛提高，落后产能加速淘汰。我国于 2002 年正式实行 GMP（即兽药生产管理规范），2009 年开始实行 GSP 标准（即兽药经营质量管理规范），对从业人员、硬件设施以及系统软件方面进行规范。为提高我国兽药批准文号门槛，加强研发端管理，2016 年我国增加 GCP、GLP 临床阶段的管理规范。新版 GMP 于 2020 年 6 月生效，其与 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。

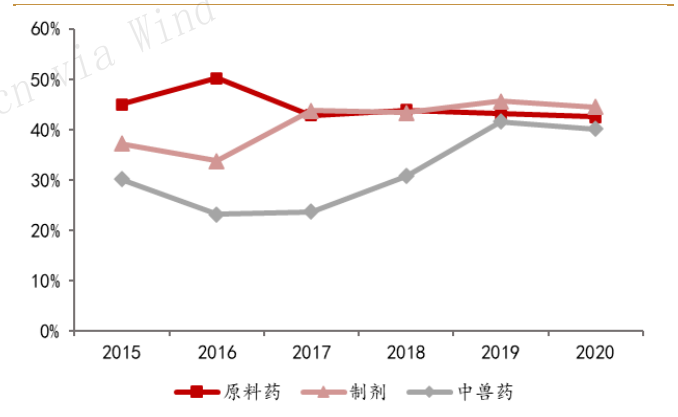
新版 GMP 加速行业集中度提升。近年来，我国生物制品前十名销售额占比表现较为稳定，2020 年综合前十名占比接近 53%，猪用生物制品 CR10 占比约为 57%，禽用生物制品 CR10 企业销售额占比约为 65%。美国 2008 年兽用生物制品前 10 企业销售额占比即达到 90%左右，我国兽用生物制品发展空间仍大。兽用化药集中度稳中有升，截至 2020 年底，原料药、制剂和中兽药集中度基本相当，其中中兽药 CR10 占比提升明显，从 2016 年的 23% 提升至 2020 年的 40%，根据 IFAH 统计，2013 年全球动物保健品企业 CR10 为 78%，我国化药行业集中度提升空间显著。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，有利于我国兽药企业有序规范发展，提高产品国际竞争力。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。

图 19：我国兽用生物制品企业 CR10 统计



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

图 20：我国兽用化药企业 CR10 统计



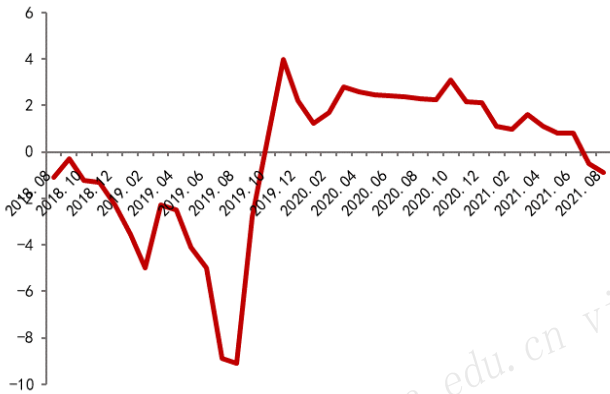
数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

2.3 禽畜双轮驱动，兽药行业行稳致远

2.3.1 养殖端盈利能力修复，动保产品需求回升

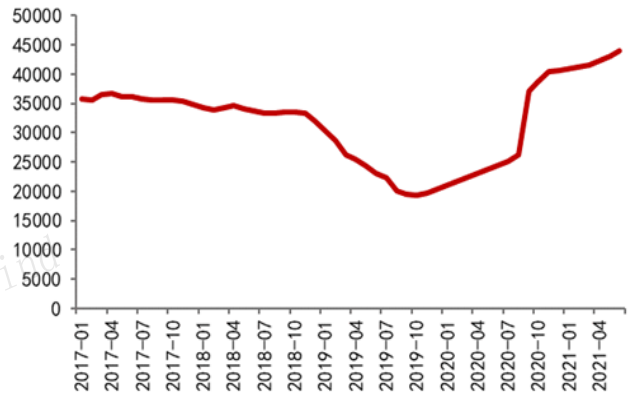
伴随着非瘟有效防控，能繁母猪存栏不断恢复，我国生猪存栏已恢复至正常年份水平。2018 年 8 月我国出现第一例非瘟病例，此后我国能繁母猪存栏数不断下降。随着国内对非瘟疫情的重视，非瘟发生数持续降低，2019 年 10 月起，我国能繁母猪存栏数触底回升，伴随着猪价上涨带来的补栏积极性上升，能繁母猪存栏环比转正并逐渐上升，生猪产能逐渐恢复至正常年份水平，截至 2021 年 6 月生猪存栏数已经达到 4.4 亿头，同比上升了 29.2%。

图 21: 我国能繁母猪存栏环比变化情况 (单位: %)



数据来源: 涌益咨询, 西南证券整理

图 22: 2017-2021 年我国生猪月存栏量 (单位: 万头)



数据来源: 农业农村部, 西南证券整理

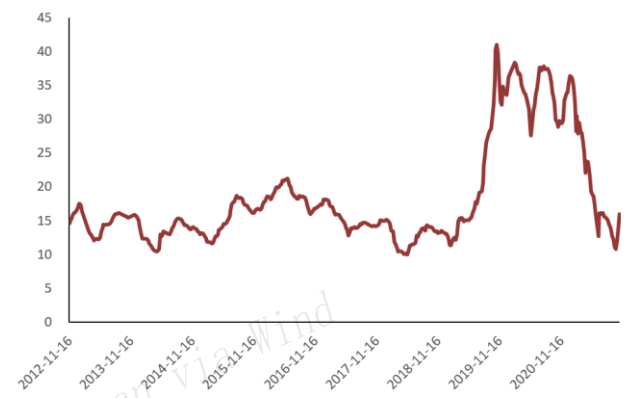
养殖端盈利能力呈现逐步修复趋势, 对于动保需求有望回升。截至 2021 年 10 月 29 日生猪价格 15.9 元/公斤, 相较于 9 月和 10 月初的价格水平有小幅反弹, 但仍处于价格底部, 养殖企业普遍亏损。本次养殖周期的特殊性在于非洲猪瘟的出现拉大了养殖行业的成本区间, 不同养殖主体间的成本差距可达 10 元/公斤, 因此我们认为本次影响动保行业需求的核心因素因非洲猪瘟的一次性影响而短期转为养殖企业盈利能力的修复。未来随行业成本中枢下移, 整体盈利水平将有所回升, 企业盈利能力的影响因素主要由饲料成本、生猪价格、仔猪成本、生猪死亡率这四个方面构成, 从当前时点来看, 皆呈现边际改善的趋势, 相应动保产品的需求也将随之迎来增量。

图 23: 豆粕与玉米现货价格 (单位: 元/吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 24: 22 个省市生猪平均价格 (单位: 元/公斤)

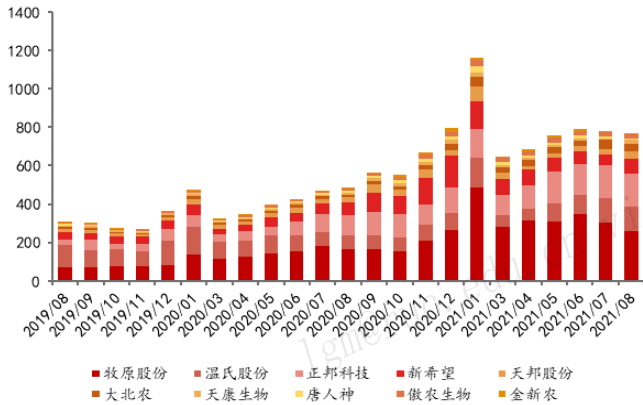


数据来源: wind, 西南证券整理

受非瘟和环保政策影响, 我国生猪养殖集中度加速提升。从前我国生猪养殖以散养为主, 在畜禽环保政策的密集出台和非洲猪瘟爆发推高养殖风险的背景下, 我国生猪养殖户由 2010 年的 6170 万户下降到 2019 年的 2600 万户, 散户加速退出, 养殖集中度逐步提升。2020 年十家上市猪企出栏量合计为 6396 万头, 占市场总出栏量的 12%, 相比 2017 年上升了 5.1 个百分点, 生猪养殖产能向头部企业转移。生猪养殖规模化程度提升预期明确。据农业农村部数据, 2020 国内生猪养殖规模化率达到 57.1%, 相比美国、欧洲等在二十世纪就已达到 95% 以上规模化程度的国家, 我国规模化水平仍有较大提升空间。《国务院办公厅关于促进畜牧业高质量发展的意见》提出 2025 年畜禽养殖规模化率达 70% 以上、2030 年实现规模

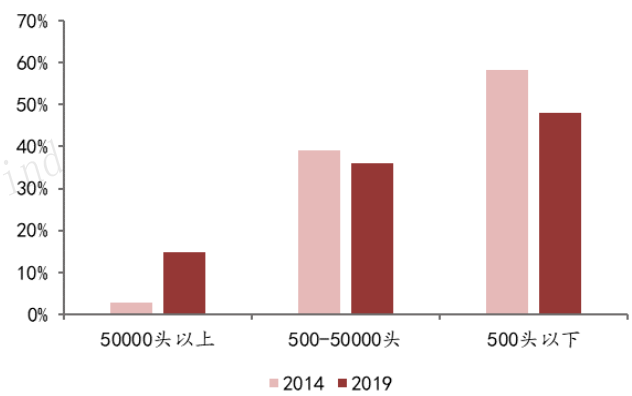
化率 75% 以上的目标。考虑到非瘟及相关政策的持续性影响，中小养殖户将被加速淘汰，我国生猪养殖规模化程度有望进一步提升。

图 25：十家上市生猪养殖企业出栏量情况（单位：万头）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：不同规模生猪养殖场结构占比情况

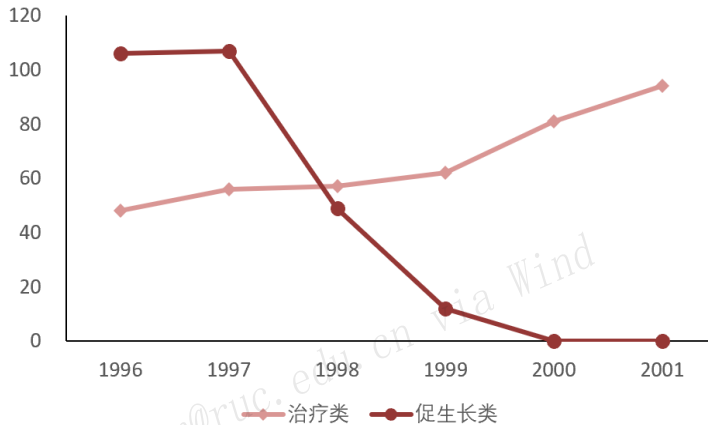


数据来源：农信研究院，西南证券整理

养殖效率将成为核心竞争力。从长期发展的角度来看，养殖端应明确资金优势不再是唯一的门槛，成本的管控以及对于疫病的科学防治态度将与之共同作用，成为优秀养殖企业的衡量标准，对于动保产品需求也将随之提升。随着养殖场的养殖密度加大，疫病发生的风险和潜在损失更为显著，为保证存活率，做到降本增效，规模养殖户也更加重视生物安全防控，更加注重动物保健品的质量，规模养殖户头均防疫费用相比散养户高 20%-30%。牧原和天邦作为生猪养殖龙头企业，其药品和疫苗费用占生猪养殖成本 5% 左右，2020 年头均防疫费用接近 60 元，远高于散户。防控的选择上，规模化养殖企业更加倾向于优质动保企业，随着我国畜禽养殖规模化程度持续提升，防疫渗透率和头均防疫费用皆有望提升，具有全产品线及综合服务能力的头部动保企业将成为客户首选。

另一方面，“禁抗”政策推进，促进治疗类抗生素需求增加。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，在过程中不仅需要养殖场设施设备进行升级，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 27：1996-2001 丹麦养殖场抗生素使用量（单位：吨）



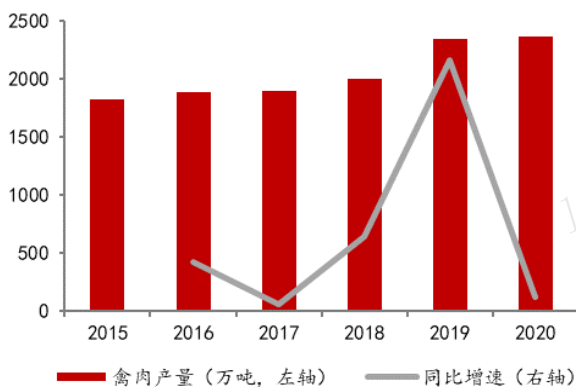
数据来源：DANMAP2000(DVI2001); DANMAP2001(DVI2002), 西南证券整理

由此分析，当前生猪价格仍处于低位，养殖端普遍亏损，其盈利能力因由饲料成本、生猪价格、生猪死亡率、仔猪成本等因素共同决定，四者皆呈现边际改善的趋势，因此未来盈利水平将有所提高，短期动保需求将有增量；从长期来看养殖效率成为核心竞争力，对待疫病的科学防治态度成为必备条件，叠加禁抗带来的治疗用抗生素需求量提升，动保拥有成长空间。

2.3.2 市场替代政采，禽苗市场迎增量

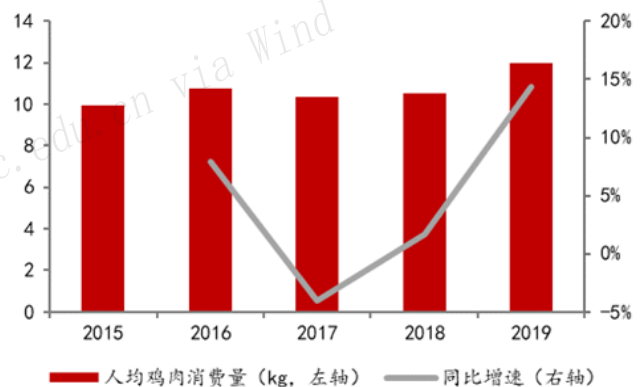
我国禽肉产量持续上升，人均鸡肉消费量波动上行，未来鸡肉需求长期向好。2015-2020 年间，我国禽肉产量由 1826 万吨上升至 2361 万吨，年均复合增速为 5.3%，禽肉行业发展强劲，前景可期。我国人均鸡肉消费量亦呈上升态势，2019 年增长至 12kg/人/年，同比上升 14%。横向来看，2016 年美国、巴西等地的人均鸡肉消费超过 40 kg/人/年，与大陆饮食习惯接近的台湾、日本人均鸡肉消费量为 30 kg/人/年、40 kg/人/年，可见我国鸡肉消费水平处于较低位置。鸡肉具有高蛋白、低脂肪、低热量、低胆固醇的营养特点，伴随着国民对健康水平的关注提升，鸡肉消费需求有望持续上升，未来鸡养殖配套兽药需求也将随之提升。

图 28：2015-2020 年我国禽肉产量及同比增速



数据来源：农业农村部，西南证券整理

图 29：2015-2019 年我国人均鸡肉消费量及增速



数据来源：农村农业部，西南证券整理

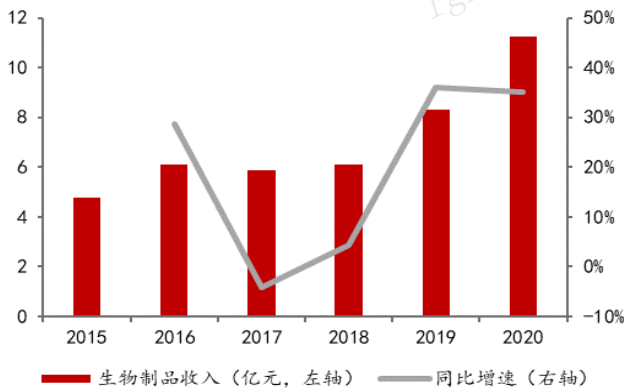
市场苗替代政采苗将带动兽用疫苗行业扩容，利好创新性强的头部疫苗企业。目前我国动物疫苗市场分强制免疫和非强制免疫两大类。全国范围内实行强制免疫的有口蹄疫、高致病性禽流感、小反刍兽疫三种动物疫病。强制免疫疫苗以政府招标采购后免费发放给养殖户使用（政采苗）为主导，疫苗生产企业点对点销售给养殖场（市场苗）为辅；非强制免疫疫苗则均为市场化采购。2020年11月农业农村部办公厅印发的《关于深入推进动物疾病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》中指出，未来市场发展的方向将以2021年、2022年、2025年为三个重要节点。2020—2021年，在河北、吉林、浙江等10个省份的规模养殖场户开展深入推进“先打后补”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。2020年我国国家禽出栏量155亿羽，按照禽类防疫费用1元/羽计算，未来禽苗市场规模在150亿左右，在行业内具有产品研发优势以及有能力为客户提供动物健康相关解决方案的企业将拥有明显竞争优势，行业集中度进一步提升，龙头企业受益明显。

3 疫苗化药齐头并进，构建全领域产品矩阵

3.1 优势单品持续扩充，畜苗业务不断发展

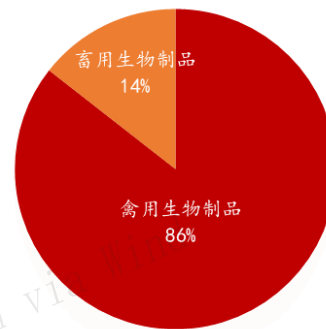
公司生物制品布局全面，收入以禽用为主，2015-2020年，公司生物制品收入不断上升，2020年达到11.2亿元，近5年复合增速为19%。公司生物制品收入主要来源于禽用疫苗，2020年禽用生物制品收入为9.6亿元，占生物制品总收入比例为85.7%。

图 30：2015-2020 年公司生物制品收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：2020 年瑞普生物生物制品结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

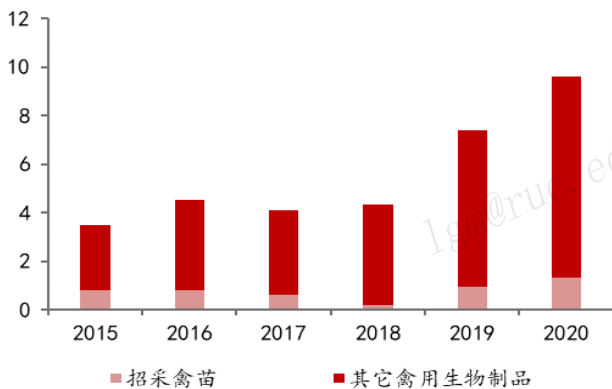
公司生物制品布局全面，公司禽用生物制品核心产品包括禽流感 H5+H7 亚型灭活疫苗和 H9 亚型禽流感疫苗产品线系列，鼻炎灭活苗、传支活苗、新城疫灭活疫苗等 9 个单品在国内市场占有率位居前列，鸡毒支原体灭活苗、鸭浆膜炎灭活苗、新流灭活苗等 8 个单品国内市场占有率达到 2/3。此外，公司还布局有家畜领域，猪圆环 2 型灭活疫苗、猪传染性胃腹泻二联活疫苗在市场竞争力较强。

表 4：瑞普生物生物制品领域重点产品概览

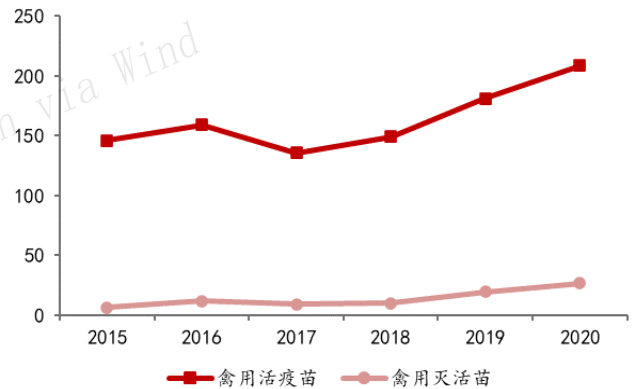
	家禽	家畜	水禽
产品名称	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗	鸭坦布苏疫苗
	重组新城疫禽流感 (H9) 二联灭活疫苗	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗	小鹅瘟精制卵黄抗体
	鸡新城疫传染性支气管炎二联活疫苗	猪蓝耳疫苗	鸭传染性浆膜炎灭活疫苗
	鸡马立克疫苗	猪瘟活疫苗	鸭病毒性肝炎精制卵黄抗体
	鸡传染性鼻炎灭活疫苗	链球菌与副猪嗜血杆菌亚单位疫苗	鸭瘟活疫苗
	鸡新城疫传染性法氏囊病二联灭活疫苗	伪狂犬病疫苗	
	鸡传染性法氏囊病精制卵黄抗体	猪细小病毒病疫苗	

数据来源：公司公告，西南证券整理

禽用疫苗销量及收入波动上升。受禽类养殖景气度影响，瑞普生物禽用疫苗收入有所波动，整体呈上升趋势，近 5 年复合增速为 23%，2020 年禽用生物制品收入为 9.6 亿元，毛利率为 64.1%，招采禽流疫苗收入为 1.3 亿元，占公司禽用生物制品总体收入的 13.8%，占比较小。销量与收入趋势相配套，禽用疫苗销量整体不断上升，2020 年禽用活疫苗和灭活疫苗销量分别为 208.5 亿羽份和 26.7 亿羽份。

图 32：2015-2020 年公司禽用生物制品收入（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：2015-2020 年瑞普禽用疫苗销量（单位：亿羽份）


数据来源：公司公告，西南证券整理

禽流感疫苗升级提质，带动公司禽苗整体盈利上行。2018 年之前我国禽流感疫苗主要为 (H5+H7) 二价灭活疫苗，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。由于更换毒株，2019 年春防期高致病性禽流感 (H5+H7) 疫苗经历了从二价到三价的产品升级，政府招标价格大幅提升，2020 年均价达到 0.2 元/ml。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，其中华南生物于 2020 年新获得了重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N2 rSD57 株+rFJ56 株, H7N9 rLN79 株) 的批准文号，全年营收近 3.5 亿元。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，对当前高致病性禽流感防控效果优异。

表 5：截至 2021H1 我国获得最新重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗批文的企业

H5 毒株	H7 毒株	通用名	批准生产企业
H5N1 Re-11 株 Re-12 株	H7N9 H7-Re3 株	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）	乾元浩（中牧旗下）、普莱柯（收购梅里亚）、哈药集团、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，H5N1 Re-11 株+Re-12 株，H7N9 H7-Re3 株）	山东信得科技、吉林冠界生物
H5N2 rSD57 株+rFJ56 株	H7N9 rLN79 株	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rSD57 株+rFJ56 株，H7N9 rLN79 株）	华南生物

数据来源：中监所，西南证券整理

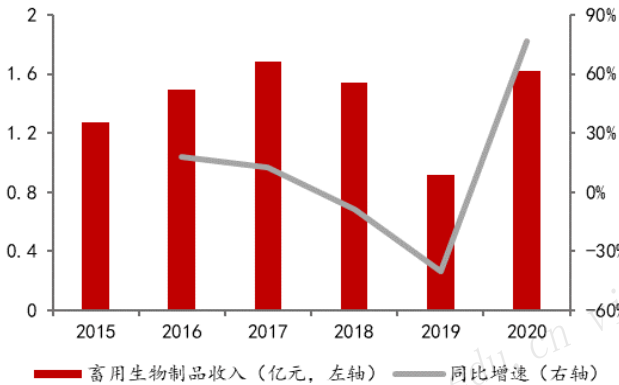
持续推出联苗、DNA 苗，完善禽用疫苗产线布局，打造优势单品。禽用多联苗具有减少免疫次数、提高免疫效果的优势，基因工程苗具有更高疫苗安全性，因此目前两大类型疫苗是市场追逐的热点。公司自 2019 年以来新获 12 个禽用疫苗批文，其中有 5 个多联苗，2 个多价苗和 1 个在研基因工程苗。公司处于新产品监测期的禽流感 DNA 疫苗兼具预防和治疗作用，且具有成本低、储运方便、安全性高的特点，填补了国际市场空白，目前国内禽流感发生以 H5 亚型为主，此疫苗有望成为防控新选择。鸡传染性法氏囊病泡腾片活疫苗填补了我国兽用生物制品的新剂型（泡腾片）空白，有望成为公司家禽疫苗收入新的增长点。

表 6：2019 年以来公司重点禽苗研发进展统计

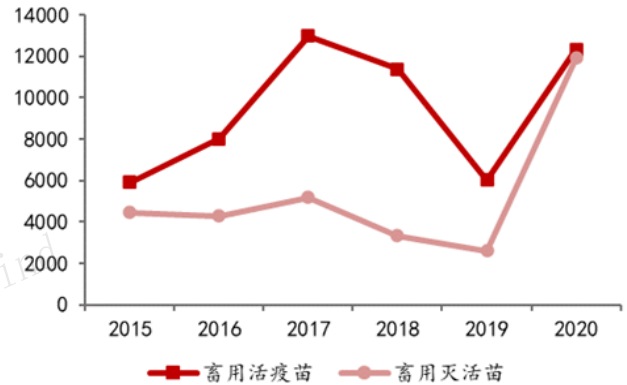
时间	商品名	进展	通用名	类型
2019	优金康	取得批文	重组新城疫病毒、禽流感病毒（H9 亚型）二联灭活疫苗（A-VII 株+WJ57 株）	多联苗
2019	豆严妥	取得批文	禽脑脊髓炎、鸡痘二联活疫苗（YBF02 株+鹤鹑化弱毒株）	多联苗
2020	诸连富	取得批文	猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗	多联苗
2020	/	取得批文	鸡新城疫、传染性法氏囊病二联灭活疫苗（La Sota 株+DF-1 细胞源，BJQ902 株）	多联苗
2020	禽元加	取得批文	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rSD57 株+rFJ56 株，H7N9 rLN79 株）	多价苗
2021	锐新支	取得批文	鸡新城疫、传染性支气管炎二联耐热保护剂活疫苗（La Sota 株+H120 株）	多联苗
2021	（在研）	取得批文，处于监测期	禽流感 DNA 疫苗（H5 亚型，pH5-GD）	DNA 疫苗
2021	（在研）	取得批文	鸡传染性法氏囊病泡腾片活疫苗（B87 株）	单苗

数据来源：公司公告，西南证券整理

在禽苗市占率较高的情况下，公司积极布局畜用疫苗，整体成长性增强，长期向好。受 2018 年非瘟影响，我国生猪出栏量大幅受挫，带动瑞普生物畜用疫苗收入下滑，随着国内非瘟防控良好，公司畜用生物制品同比上升。2020 年，公司畜用生物制品收入达到 1.6 亿元，同比上升 77%，创造了近五年最大同比增速。销量与收入趋势相配套，2020 年畜用灭活疫苗销量出现了大幅上涨，同比增速达到 359%。

图 34：2015-2020 年公司畜用生物制品收入及毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：2013-2020 年生猪出栏和公司畜苗收入增速情况


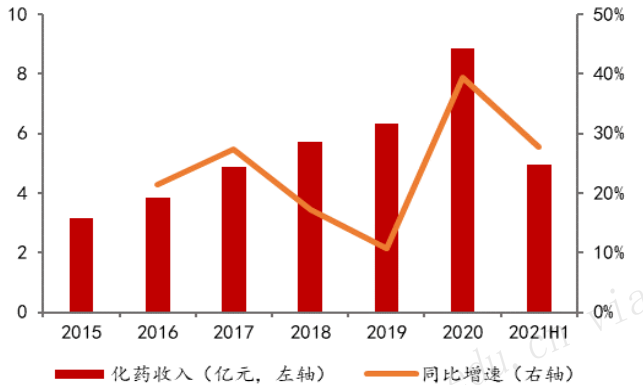
数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩承压，长期前景光明。单从 2021 年第三季度的经营业绩来看，家畜业务受到下游养殖端亏损的影响而出现了业绩不及预期，相关业务的销售收入同比有所下滑，但未来随生猪养殖盈利能力逐步修复，下游整体对动保的需求会有所改善，于此同时，公司不断采取优化客户结构，对于优质规范化的养殖企业加大合作力度，打造强强联手合作基础，未来也将迎来新的增量。长期来看对待疫病的科学防治态度将成为优秀养殖企业的必要条件，动保产品需求将进一步迎来提升空间，公司禽苗市场占有率稳居前列，**在稳固市场地位的同时，发展畜用板块，有利于丰富产品结构，增强本身的成长性，未来业绩增长点将更多。**

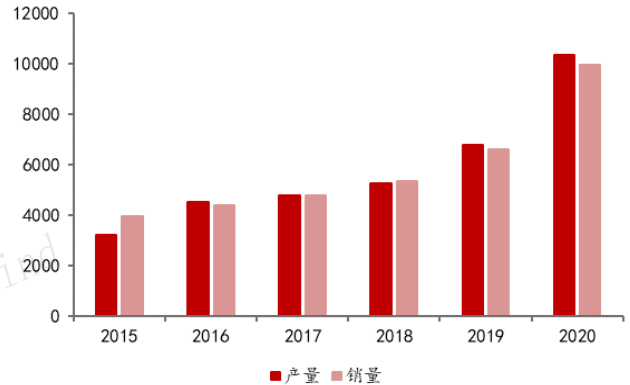
在研优势畜用疫苗有望撬动新的业绩增长。公司在畜用疫苗方面，围绕基因工程、高效新型佐剂开展了多种产品的开发，产品开发进展顺利，如猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体、猪肺炎支原体、副猪嗜血杆菌（4 型、5 型）三联灭活疫苗已获得临床批件，目前正在开展临床试验。该产品采用 PCV2 基因工程亚单位纯化蛋白和猪肺炎支原体、副猪嗜血杆菌的优势病原菌优选菌株，配合优质佐剂乳化制成，研制成功将会大幅降低猪场免疫强度，实现一针三防，助力提升公司猪用疫苗的市场份额。

3.2 布局化药，产品优质

化药收入持续上升，市占率稳步提升。2015-2021H1 期间，公司化药收入不断增长，2020 年达到 8.9 亿元，同比上升 39%。2020 年我国原料药及制剂（包含中药制剂）销售额为 459 亿元，公司原料药及制剂的市场份额达到 1.9%，相比 2015 年提升了 0.9 个百分点。从销量来看，公司近年来产销平衡，产量和销量同步上升，2020 年公司原料药及制剂销售量达到 9934 吨。带毒养殖背景下，畜禽疫情发生率提升，伴随畜禽下游畜禽存栏量的高企，公司原料药及化学制剂销量有望进一步提升。

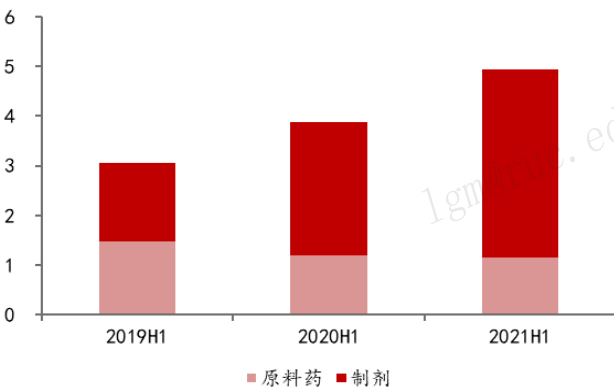
图 36：2015-2021H1 公司化药收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

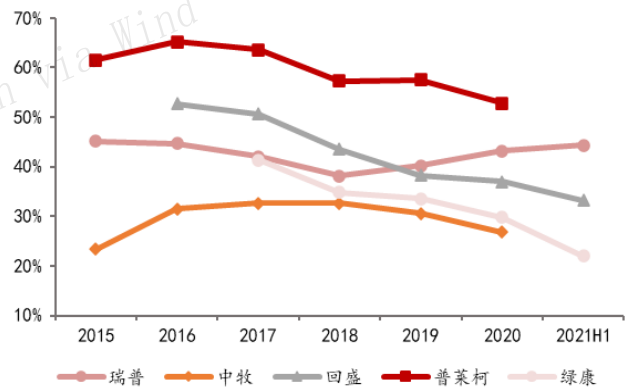
图 37：公司原料药及制剂产销情况（单位：吨）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司化药收入以制剂为主，毛利率领先同行。据公司半年报显示，2021H1 公司化药收入接近 5 亿元，其中原料药收入 1.2 亿元，制剂收入 3.8 亿元，制剂占比化药总收入近 77%。从盈利能力看，原料药、制剂一体化发展的业务模式使公司具备更强的创收能力，公司化药毛利率近几年表现稳定，2020 年为 43%。

图 38：2019H1-2021H1 公司原料药及制剂收入（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 39：2015-2021H1 瑞普及可比公司化药毛利率


数据来源：公司公告、Wind，西南证券整理

化药产品布局全面，禁抗背景下，替抗产品迎来更强需求。公司拥有化学药物近 170 种，饲料添加剂 30 多种，植物提取制剂 30 多种，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、微生态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 7：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	头孢噻钠注射液
	硫酸头孢喹肟注射液	复方阿维菌素预混剂
营养与替抗	浓缩鱼肝油	复合维生素
	双黄连	麻杏石甘口服液
	免疫多糖	丁酸梭菌
	植物乳杆菌	抗菌肽
	酶制剂	酸化剂
生物安全防控	过硫酸氢钾复合粉	月苻三甲氯铵溶液
	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

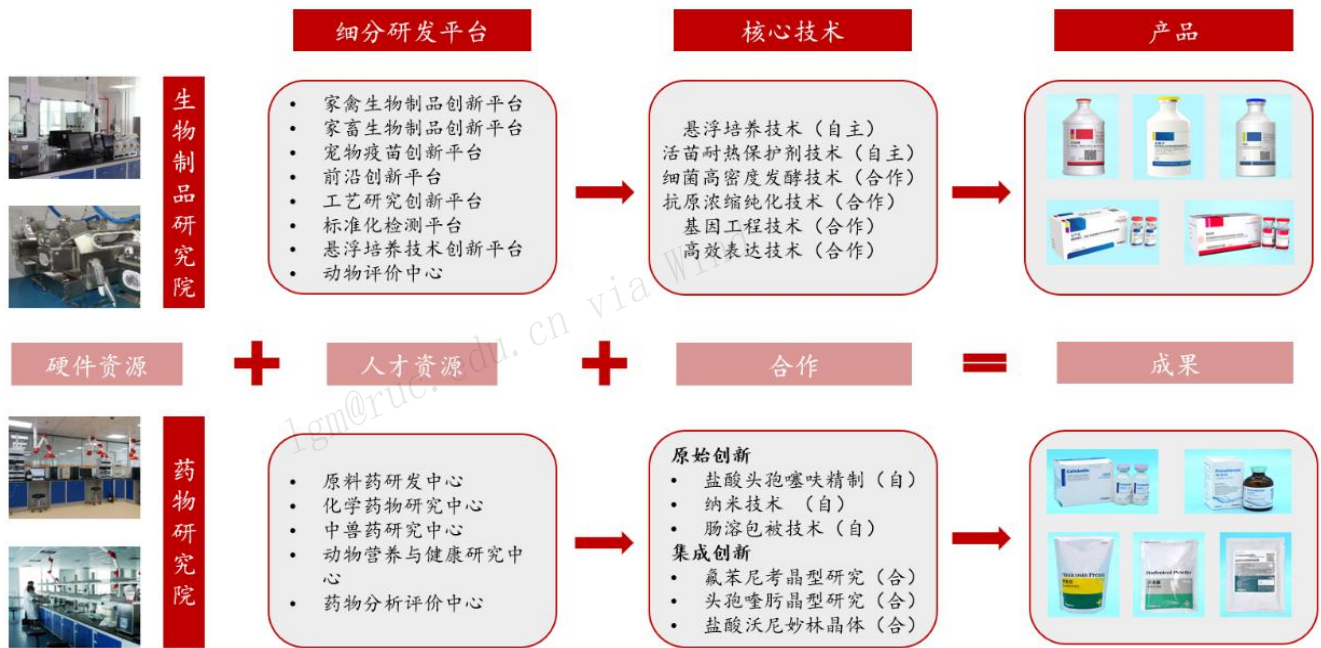
顺应国家政策指引，公司在研化药产品充分关注细菌耐药性，限抗背景下公司化药竞争力将持续凸显。2018 年农业农村部启动实施兽药抗菌药使用减量化行动，政策上不断收紧抗生素使用是大势所趋。公司在研孟布酮注射液和粉剂已取得产品批文，能够促进胆汁、胃液、胰液的分泌，填补了我国没有兽用利胆药的空缺，可解决临床上兽医对于动物的消化不良、食欲不振等病症的抗生素滥用情况，利于我国限抗政策的实施。此外公司还有泰地罗新处于产品文号申报阶段，泰地罗新是最新动物专用的大环内酯类半合成抗生素，为泰乐菌素的衍生物，产品的上市有利于我国大环内酯类产品轮换用药，减少细菌耐药性的产生，丰富公司在抗菌药的产品线布局。

4 供应端研产深度协同，销售转型驱动需求端

4.1 重视研发创新，自主+合作持续输出

科研硬件、人才资源保障公司自主研发能力，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，重组犬- α 干扰素、孟布酮等多个产品填补了国内外空白；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。

图 40：瑞普生物研发平台架构和核心技术



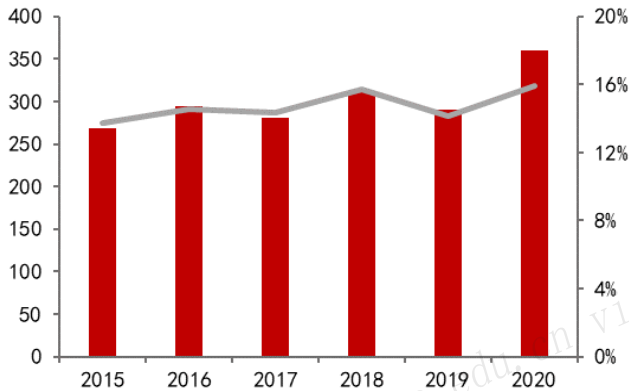
数据来源：公司公告，西南证券整理

4.1.1 研发平台成熟完备，创新能力领先同行

研发基础资源丰富，创新平台数量位居全国前列。瑞普下设生物制品研究院、药物研究院等 5 个企业研究院，其中，生物制品研究院下设家禽生物制品创新平台、家畜生物制品创新平台、宠物疫苗创新平台等多个创新平台，药物研究院下设有原料药研发中心、化学药物研究中心、中兽药研究中心等五大研究机构。除此之外，公司还拥有天津市新型兽药技术工程中心、物药物制剂企业重点实验室等 7 个市级创新平台，国家认定企业技术中心、农业部生物兽药创制重点实验室等 6 个国家级创新平台。

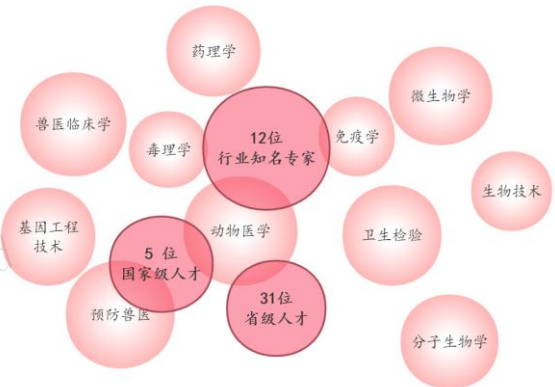
公司重视研发人员扩容，已建立起领军人才领衔、专业布局科学、学历梯队合理的一流创新团队。公司研发创新团队拥有 12 位行业知名专家，5 位国务院特聘专家、“万人计划”等国家级人才，31 位天津市“131”一层次、二层次创新型人才、天津市中青年科技创新人才等省级人才。公司研发人员数量从 268 人增长至 360 人，2020 年研发人员占员工总人数比例为 16%，公司研发创新团队不断扩容。公司研发人员硕博学历占比为 72.4%，学科涵盖动物医学、预防兽医、兽医临床学等多个领域。另外，公司开展了专利及技术秘密管理工作，鼓励员工积极开展发明创造，形成了“工资+创新关键节点奖励+创新成果销售提成”的创新激励体系。

图 41：2015-2020 年瑞普生物研发人员数量及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

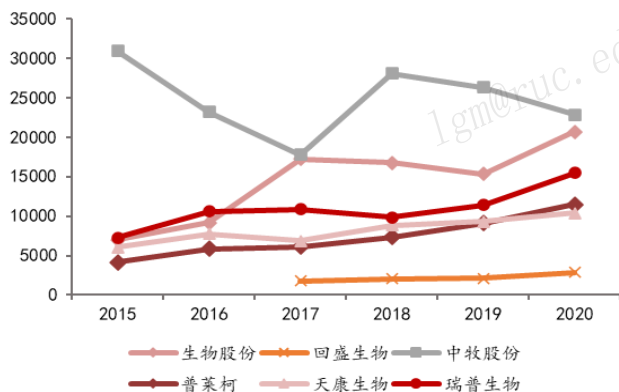
图 42：公司研发人员层次及学科覆盖



数据来源：公司公告，西南证券整理

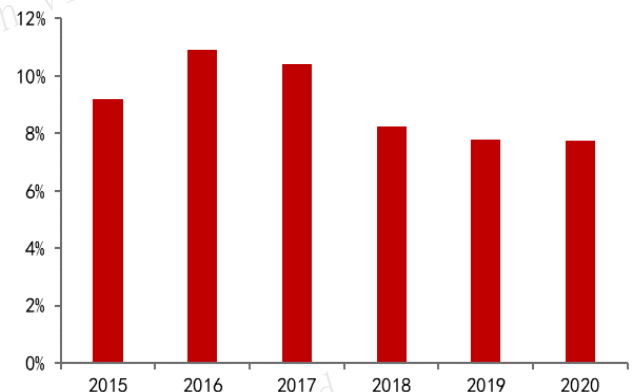
持续性高研发投入，助力公司构筑产品优势。公司多年来对创新研发进行持续投入，研发费用持续上升，公司研发支出连续多年位居行业前列，2020 年公司研发支出达到 1.6 亿元，占营业收入比例为 7.7%。经过二十年来不断创新和持续发展，公司在 H5 亚型禽流感灭活疫苗、H9 亚型禽流感疫苗产品线系列、猪圆环病毒 2 型疫苗、高端兽用晶体药物及制剂如头孢晶体原料及制剂、替米考星原料及肠溶制剂、缓释控释及混悬制剂、纯中药制剂、动物养殖环境调节剂、消毒剂等多个细分领域已经形成了领先优势。

图 43：瑞普生物及可比公司研发支出情况 (单位：亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：2015-2020 年瑞普生物研发支出占收入比例



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、德国汉诺威兽医学大学、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，化药方面也对氟苯尼考晶型、头孢喹肟晶型制备进行了联合研究，多方面补充了公司技术短板和研发创新能力。

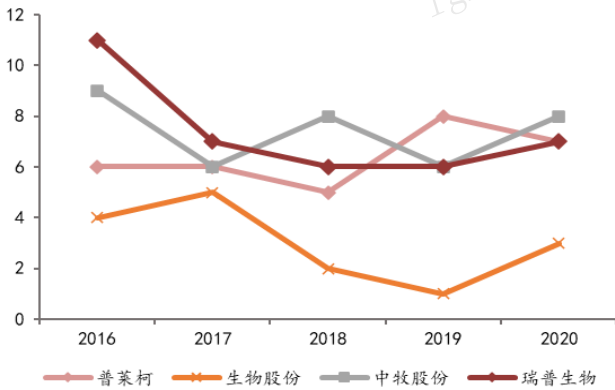
图 45：瑞普生物部分产学研合作单位



数据来源：公司公告，西南证券整理

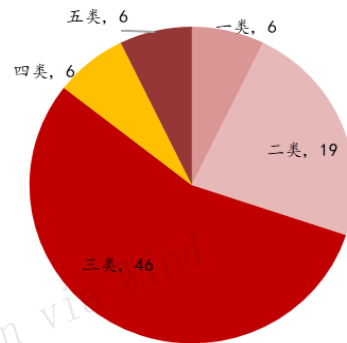
公司研发能力行业领先。瑞普生物率先通过国家兽药非临床研究质量管理规范（兽药 GLP）和兽药临床试验质量管理规范（兽药 GCP）认证，成为我国首批兽药 GLP 和兽药 GCP 评价单位。目前，公司已构建了涵盖病原分离鉴定检测、新兽药创制、关键工艺攻关、新兽药临床前评价（GLP）、新兽药临床评价（CP）、中试试验（GMP）和新兽药注册、规模化生产工艺优化为一体的新兽药创新共享开放平台，拥有无缝连接新兽药创制全过程的研发能力。截至 2020 年底，公司共拥有新兽药证书 83 个，国家授权专利 180 多项。其中，填补国际空白一类新兽药证书 6 个、填补国内空白二类新兽药证书 19 个、三类新兽药证书 46 个、四类新兽药证书 6 个、五类新兽药证书 6 个，已形成引领行业的科技创新优势。

图 46：瑞普及可比公司近五年获得新兽药证书数量对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 47：2020 年瑞普生物新兽药证书类别分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

4.1.2 具备多项领先工艺，质控全面升级

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。

表 8：瑞普生物动物疫苗产品核心技术

序号	核心技术	技术内容	主要产品
1	悬浮培养技术	①大幅提高细胞密度，病毒效价较转瓶培养提高 10-100 倍； ②单批培养体积扩大，批次间稳定性提升	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感（H9 亚型）、 传染性法氏囊病四联灭活疫苗
2	基因工程 DNA 技术	①解决了常规方法获得疫苗菌毒株的不确定性问题，有利于研制多联多价疫苗； ②解决了获取疫苗菌毒株周期较长的问题，缩短疫苗研究时间	重组新城疫病毒灭活疫苗（A-VII 株）、重组新城疫病毒、禽流感病毒（H9 亚型）二联灭活疫苗
3	活疫苗耐热保护剂技术	①解决了抗原与保护剂不匹配 ②冻干活疫苗贮存运输问题	鸡新城疫低毒力耐热保护剂活疫苗（La Sota 株）、 鸡传染性法氏囊病中等毒力耐热保护剂活疫苗、鸡 传染性支气管炎耐热保护剂活疫苗（H120 株）
4	抗原纯化浓缩技术	①提高抗原纯净度，提高疫苗安全性； ②减少免疫副反应，提高疫苗免疫效果	鸡新城疫、传染性法氏囊病二联灭活疫苗（La Sota 株+HQ 株）、鸭坦步苏病毒病灭活疫苗（HB 株）
5	高效表达技术	①可快速获得功能蛋白，实现目的蛋白的高效表达 ②缩短疫苗研究时间，有利于研制多联多价疫苗	重组犬 α -干扰素（冻干型）、猪链球菌病、副猪 嗜血杆菌病二联亚单位疫苗
6	细菌高密度发酵技术	①可有效提高细菌生产率、提高活菌数 ②批次间稳定性提高、生产成本降低 ③减少培养体积、方便处理下游工艺等优点	鸭传染性浆膜炎二价灭活疫苗、猪萎缩性鼻炎灭 活疫苗

数据来源：公司公告，西南证券整理

药物研究方面，公司多种制剂技术具备行业领先优势。公司拥有药物高通量筛选、兽用晶体研发、药物缓控释等 10 余个药物研发平台，在动物药品新晶型、肠溶胃溶新型制剂、固体分散体、高效消毒剂、替抗产品等技术领域处于行业领先水平。技术平台方面，公司不断加强平台技术建设，先后在缓控释研发平台、晶体药物筛选平台、适口性研发平台、增溶分散平台、局部用药平台、纳米制剂平台等获得阶段性进展，并研发了一系列诸如晶型氟苯尼考、盐酸沃尼妙林等具备差异性优势的化药产品。

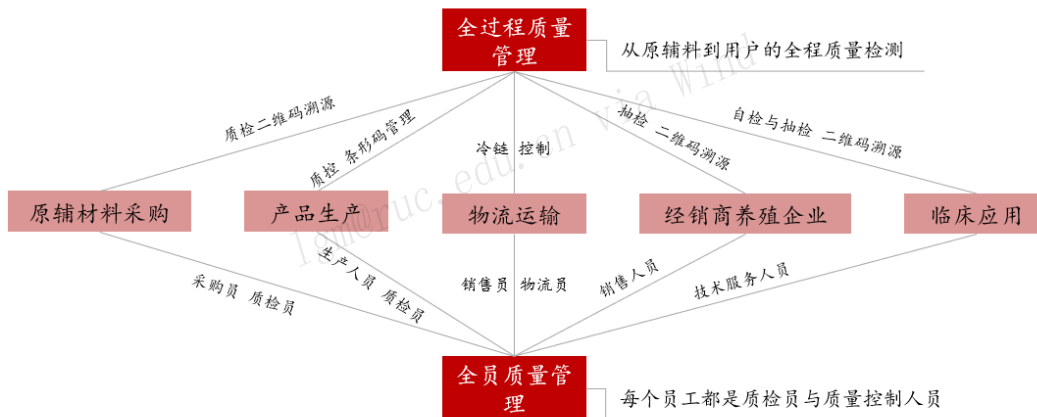
表 9：瑞普生物药物制剂产品核心技术

类型	核心技术	技术内容	主要产品
原始创新	泰拉菌素的合成	制作路线简单，成本较低，副产物少，收率较高	泰拉菌素
	盐酸头孢噻啉的精制	产品晶习规整，粒度分布均匀，纯度较高	盐酸头孢噻啉
	纳米技术	利用空穴效应，将药物粒子粉碎至纳米级别	盐酸头孢噻啉液（10ml:25g）
	肠溶包被技术	利用肠溶包衣技术，将药物制备成肠溶微丸	替米考星肠溶颗粒
	禽用微生态开口制剂	促进肠道粘膜发育、消化吸收，可替代传统抗生素	益美乐系列产品
集成创新	氟苯尼考晶型的研究	产品增大了在水中的溶解度，提高了生物利用度	氟苯尼考
	盐酸沃尼妙林晶体合成	改变结晶方式，使性状和稳定性较好，收率较高	盐酸沃尼妙林
	头孢喹肟晶型研究	合成方法简单、收率高、成本低、药用安全	头孢喹肟
	快速干燥	通过天然矿物原料、中药植物提取物和植物香精，快速干燥仔猪体表，干燥净化空气，提升幼畜成活率	初适肤
	适口性评价	通过两碗法筛选出适口性好的矫味剂处方，提升动物用药顺应性，方便临床使用，降低喂药难度	吡喹酮咀嚼片、泰妙新、美洛昔康片

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。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 48：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

4.2 全领域产能跃进，均衡扩张迎收入增长

加快基地生产线升级改造。公司在全国7个省市拥有82条生产线，其中药物制剂生产线31条，原料药生产线7条，饲料添加剂生产线9条，生物制品生产线35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。考虑到新版GMP的要求和未来市场需求，公司制定了2021年产能扩建规划，相关产线升级改造后预计可新增16亿元以上的产能。

产能布局持续增长，产能利用率领先同行。截至2020年，公司原料药及制剂产能达到1.2万吨，相比2019年上升了3593吨；公司活疫苗产能达到414.4亿毫升、灭活疫苗及生化制剂产能达到57亿头份/羽份。公司产能利用率近三年来持续提高，2020年活疫苗、灭活疫苗及生化制剂、原料药及制剂产能利用率分别为71%、62%和72%，优势明显。

增发募资扩建，缓解产能压力，扩充公司产业布局。近年来公司产能瓶颈一定程度上制约了公司的发展进程，结合目前在研产品进度，公司预备向特定对象发行股票总额不超过人民币13.4亿元募集资金，用于扩建升级相关产能、研发投入和补充流动资金。募集资金项目投产后，公司将新增固体制剂车间、消毒制剂车间、植物提取物生产车间和悬浮培养车间，对现有生产线产能进行有效扩充，并引进国际化的先进生产设备实现装备升级、优化公司现有生产工艺、培育新型生产方式。本次募资项目的建设 and 投产，公司生产效率和产品质量将与业绩日益增长及渐趋成熟的在研产品相匹配，提升规模效应，支持公司业务持续性扩张。

表 10：瑞普生物增发募资拟投资项目及投资必要性

项目	产品	必要性
国际标准兽药制剂自动化工厂建设	微囊制剂、固体分散体制剂、消毒制剂和宠物抗寄生虫药等	多项产品 2020 年呈满产状态，供货需求已经超过现有产能
天然植物提取产业基地建设	天然植物提取物产品	公司现有提取物产线于 2019 年投入使用，可年产天然植物提取物产品约 600 吨，2020 年度公司对天然植物提取物中间体的需求超过 720 吨，无法通过现有产能自给自足
华南生物大规模悬浮培养车间建设	高致病性禽流感灭活疫苗	自该疫苗投产以来便面临供不应求的局面
超大规模全悬浮连续流细胞培养高效制备动物疫苗技术	犬用疫苗、禽用疫苗	公司禽用灭活疫苗利用率已超过 80%，2020 年禽用灭活疫苗产能利用率已超 90%，均处于较高水平。
中岸生物改扩建	猪用活疫苗、猪用灭活疫苗	新厂区建设完成并完全达产后，中岸生物将对现有厂区逐步关停，且新厂区的产能规模与现有厂区相当
研发中心升级改造—生物制品研究院二期	建设生物制品新产品开发技术平台、基因工程技术平台、生产工艺技术平台、质量检测技术平台	

数据来源：公司公告，西南证券整理

平衡型产能扩张，大型综合兽药龙头企业格局清晰。公司产能扩张兼顾生物制品及药品，禽用、猪用、宠物多侧发力，公司均衡型发展的商业版图清晰。药品方面，公司计划新增 2810 吨天然植物提取物产品产能，是已有产能的 4 倍，禁抗背景下替抗产品需求凸显，该产品属于国家政策大力支持和鼓励的方向，市场前景广阔。疫苗方面，公司计划新增 23160 万头份猪用活疫苗，建成后产能是已有产能的 3 倍，可见猪用疫苗是公司重点布局领域；禽苗重点布局高致病性禽流感领域，布局接近 28 亿羽份产能扩建，未来将带来巨额收入增量。公司当前资金募集已获证监会批准，预计顺利状态下资金可于 2021 年年底募集完毕，则项目将于 2023 年开始助推公司业绩，到 2027 年左右将为公司带来接近 20 亿的收入增量。

表 11：瑞普生物定向增发新增产能及预期收入

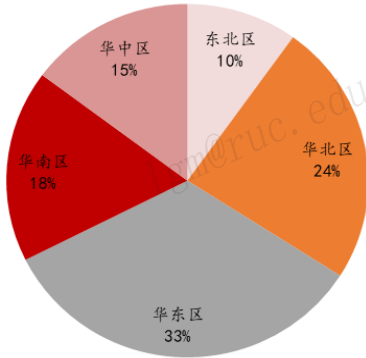
名称	12 个月	24 个月	36 个月	48 个月	60 个月	72 个月
兽药制剂 (吨)			2310	3080	3850	3850
兽药制剂收入 (万元)			27096	36128	45160	45160
植物提取物 (吨)			1686	2248	2810	2810
植物提取物收入 (万元)			18097	24129	30161	30161
高致病性禽流感疫苗 (亿羽份)			8	17	22	28
高致病性禽流感疫苗收入 (万元)			11760	23520	31360	39200
禽苗 (亿羽份)		7	7	8	11	14
禽苗收入 (万元)		10500	10500	12600	16800	21000
猪用活疫苗 (万头份)		10422	13896	17370	23160	23160
猪用活疫苗收入 (万元)		10890	14520	18150	24200	24200
猪用灭活疫苗 (万头份)		2754	3672	4590	6120	6120
猪用灭活疫苗收入 (万元)		11723	15631	19539	26052	26052
狂犬病疫苗 (万头份)		350	350	420	560	700
狂犬病疫苗收入 (万元)		1225	1225	1470	1960	2450
合计新增收入 (亿元)		3	10	14	18	19

数据来源：公司公告，西南证券整理 灰色底色表示建设期

4.3 转型产品服务商，多渠道撬动增长线

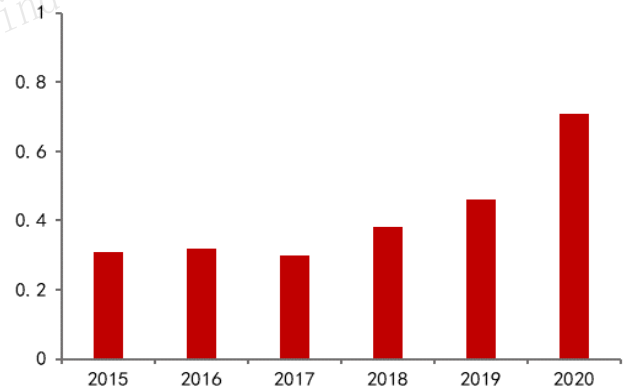
公司销售网络完善，华东区域收入贡献最高。公司目前已搭建出较为完善的销售网络和技术服务体系，覆盖全国 31 个省市，区域整体发展比较均衡，华东区域和华北区域为公司创造的收入最多，分别占总收入的比例为 33% 和 24%。此外，公司产品海外销售收入持续攀升，2020 年收入为 0.7 亿元，同比增长 54.3%。

图 49：2020 年瑞普生物各区域收入占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 50：2015-2020 年瑞普生物产品境外收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

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：新增集团客户数量取得突破性增长，2021 年 H1 家畜、家禽集团客户收入分别同比上升 160%、10%，公司当前集团客户超过 2100 家、规模养殖场超过 1200 家。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、药苗评价、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。(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，目前经销商数量已超过 3400 个。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)三价灭活疫苗已进入了多个地方政府招标采购的目录，在广东、山东地区竞争力较强。

图 51：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。

5 盈利预测与估值

5.1 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，在畜禽养殖景气度偏低的情境下，预计 2021-2023 年兽用生物制品板块价格基本稳定，销量增速为 20%/35%/30%，对应毛利率分别为 59%/60%/62%。

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 2021-2023 年原料药及制剂板块价格基本稳定，销量增速为 20%/30%/30%，对应毛利率分别为 41%/44%/45%。

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 12：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	1,348.64	1,820.67	2,366.87
	增速	34.97%	20.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	64.27%	59.00%	60.00%	62.00%
原料药及制剂	收入	885.26	1,062.31	1,381.01	1,795.31
	增速	32.96%	20.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	43.18%	41.00%	44.00%	45.00%
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	2,402.1	3,192.6	4,152.9
	增速	33.07%	20.08%	32.91%	30.08%
	毛利率	56.79%	51.37%	53.33%	54.86%

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三家主流公司：中牧股份、生物股份、回盛生物。三者 2021 年平均 PE 为 25 倍，2022 年平均 PE 为 16 倍，考虑到公司产品优质，布局全面，维持“买入”评级。

表 13：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600195	中牧股份	11.23	0.41	0.55	0.68	0.81	30.94	18.83	15.32	12.83
600201	生物股份	16.13	0.36	0.54	0.77	0.96	57.92	26.99	18.84	15.04
300871	回盛生物	27.19	1.36	0.92	1.84	2.74	29.39	29.62	14.81	9.92
平均值							39.42	25.15	16.32	12.60
300119	瑞普生物	21.18	0.98	1.24	1.50	1.89	22	17	14	11

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

新增产能消化不及预期风险：若公司客户开拓、留存不及预期，公司新增产能利用率不足，公司业绩增长将不及预期；

动物疫情风险：重大传播性疾病发生导致动物数量急剧减少，公司兽药产品销售将受到较大影响；

产品研发不及预期风险：公司相关产能将闲置，且易失去产品的先发优势，业绩受影响。

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	2402.06	3192.60	4152.92	净利润	439.49	574.91	692.51	873.67
营业成本	919.39	1168.14	1489.83	1874.80	折旧与摊销	96.63	120.67	120.67	120.67
营业税金及附加	18.44	26.39	33.81	43.58	财务费用	25.56	33.55	47.04	53.04
销售费用	356.34	413.15	558.70	768.29	资产减值损失	-0.82	0.00	0.00	0.00
管理费用	165.14	223.39	287.33	436.06	经营营运资本变动	-153.65	-165.79	-182.78	-262.39
财务费用	25.56	33.55	47.04	53.04	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	432.00	647.54	745.99
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	668.43	805.87	1016.16	短期借款	-199.03	447.73	52.19	81.62
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	666.74	803.96	1014.15	股权融资	20.50	0.00	0.00	0.00
所得税	71.43	91.83	111.45	140.48	支付股利	-100.06	-204.99	-258.13	-311.78
净利润	439.49	574.91	692.51	873.67	其他	10.60	-93.83	-47.04	-53.04
少数股东损益	41.29	73.49	86.87	107.17	筹资活动现金流净额	-169.86	148.91	-252.98	-283.20
归属母公司股东净利润	398.20	501.41	605.64	766.50	现金流量净额	-24.49	906.56	395.27	480.16
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	1201.03	1596.30	2076.46	成长能力				
应收和预付款项	527.90	724.60	917.73	1196.98	销售收入增长率	36.40%	20.08%	32.91%	30.08%
存货	364.01	463.13	590.80	743.67	营业利润增长率	95.05%	30.27%	20.56%	26.09%
其他流动资产	418.43	256.83	290.02	317.71	净利润增长率	96.38%	30.81%	20.46%	26.16%
长期股权投资	222.78	222.78	222.78	222.78	EBITDA 增长率	67.72%	29.49%	18.35%	22.22%
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%	51.37%	53.33%	54.86%
无形资产和开发支出	434.76	426.63	418.50	410.37	三费率	27.35%	27.90%	27.97%	30.28%
其他非流动资产	448.36	448.27	448.18	448.09	净利率	21.97%	23.93%	21.69%	21.04%
资产总计	3899.24	4788.51	5420.05	6241.63	ROE	16.06%	18.50%	19.56%	21.29%
短期借款	402.14	849.87	902.06	983.68	ROA	11.27%	12.01%	12.78%	14.00%
应付和预收款项	287.16	403.79	505.42	633.47	ROIC	17.73%	20.29%	22.03%	23.77%
长期借款	98.13	98.13	98.13	98.13	EBITDA/销售收入	31.76%	34.25%	30.49%	28.65%
其他负债	374.77	329.77	373.10	423.13	营运能力				
负债合计	1162.21	1681.56	1878.72	2138.41	总资产周转率	0.54	0.55	0.63	0.71
股本	404.49	404.49	404.49	404.49	固定资产周转率	2.65	3.54	5.64	9.15
资本公积	963.10	963.10	963.10	963.10	应收账款周转率	5.06	4.68	4.79	4.81
留存收益	1156.00	1452.43	1799.94	2254.66	存货周转率	2.92	2.82	2.82	2.81
归属母公司股东权益	2455.57	2752.00	3099.51	3554.23	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	354.95	441.82	548.99	资本结构				
股东权益合计	2737.03	3106.95	3541.33	4103.22	资产负债率	29.81%	35.12%	34.66%	34.26%
负债和股东权益合计	3899.24	4788.51	5420.05	6241.63	带息债务/总负债	43.05%	56.38%	53.24%	50.59%
					流动比率	1.83	1.89	2.13	2.34
					速动比率	1.41	1.56	1.76	1.94
					股利支付率	25.13%	40.88%	42.62%	40.68%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	635.30	822.65	973.58	1189.87	每股收益	0.98	1.24	1.50	1.89
PE	21.51	17.09	14.15	11.18	每股净资产	6.77	7.68	8.75	10.14
PB	3.13	2.76	2.42	2.09	每股经营现金	0.96	1.07	1.60	1.84
PS	4.28	3.57	2.68	2.06	每股股利	0.25	0.51	0.64	0.77
EV/EBITDA	12.22	9.12	7.32	5.63					
股息率	1.17%	2.39%	3.01%	3.64%					

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
	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
	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
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@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
	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	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	xyy@swsc.com.cn