

加强集团客户合作, 稳健经营前景向好

投资要点

- **业绩总结:** 2021年公司实现营业收入20.1亿元, 同比增长0.3%, 归母净利润4.1亿元, 同比增长3.7%, 扣非后归母净利润2.8亿元, 同比增加0.03%。
- **点评:** 公司在养殖企业亏损持续加剧的背景下, 稳健经营, 平稳发展。报告期内家禽业务实现营收13.4亿元, 同比增长2.1%, 禽用疫苗收入9.1亿元, 基本与20年持平, 禽用活疫苗销售量205.5亿羽份, 同比减少1.45%, 禽用灭活苗24.2亿毫升同比减少8%, 主要系受到华南生物毒株更换以及公司对华南生物一体化运营初期的影响, 目前毒株更换已完成且公司一体化运营走向正轨, 禽用药品实现收入4.3亿元, 同比增长20.3%。家畜业务整体实现营收4.2亿元, 同比增长22.3%, 畜用灭活疫苗销售量4276万毫升, 同比增长16.5%, 药品营收2.7亿元, 同比增长46.5%, 疫苗收入1.5亿元基本持平。原料药方面受到环保要求的影响, 龙翔药业车间停产搬迁至新厂区, 新产能尚未释放, 故而营收2.2亿元, 同比下降32%, 目前新厂已投产, 可贡献原料药产值8-10亿元。报告期内营业成本9.7亿元, 同比增长5.2%, 主要系受上游原料药及大宗商品价格上涨的影响, 公司通过提升大客户份额、发挥集采优势、加强成本控制、提升管理能力等措施保持利润增长, 前五大客户实现销售收入2亿元, 同比增长112.6%。
- **规模化养殖占比提升, 下游养殖企业为降本增效并增强溯源性控制风险, 出现减少动保产品供应商的趋势, 产品丰富的动保龙头企业有望从中受益。**当前生猪价格处于12元/公斤左右, 养殖户持续亏损, 叠加长期以来的环保要求以及非洲猪瘟的打击, 中国规模养殖户占比不断提升。养殖集团通过“育种种质提升+低蛋白日粮技术探索+疫病防控能力提升+产业链贯通”实现降本增效, 提升抗风险能力。同时增强动保产品溯源性, 与具有生物安全体系建设与疫病综合防控能力的大型动保企业加速深度融合的意愿加强。公司拥有完整的产品矩阵并可以为大客户打造疫病防控体系, 差异化服务有效提升集团客户粘性。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, 2021年度公司直销模式实现营业收入11.7亿元, 占比达58.1%。
- **公司产品品类丰富, 布局化药板块, 成长性增强。**公司禽流感(H5+H7)三价灭活疫苗在国内市场占有率位居前列; 猪圆环2型灭活疫苗、猪传染性胃腹泻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”后禽禽免疫力或将下降, 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; 且新版GMP推动行业集中度不断提升, 公司产品替米考星肠溶颗粒、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。同时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。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。**结合公司2021年度经营情况, 预计2022-2024年EPS分别为1.10元、1.40元、1.80元, 对应动态PE分别为18/14/11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。

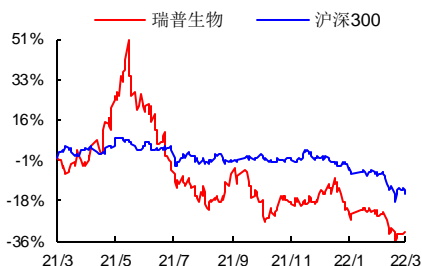
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2007.14	2504.69	3194.33	3994.93
增长率	0.34%	24.79%	27.53%	25.06%
归属母公司净利润(百万元)	412.78	513.12	655.17	844.60
增长率	3.66%	24.31%	27.68%	28.91%
每股收益EPS(元)	0.88	1.10	1.40	1.80
净资产收益率ROE	10.03%	11.64%	12.86%	14.16%
PE	22	18	14	11
PB	2.10	1.85	1.61	1.39

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: liujiay@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)	4.68
流通A股(亿股)	2.54
52周内股价区间(元)	18.16-42.5
总市值(亿元)	90.67
总资产(亿元)	56.91
每股净资产(元)	8.61

相关研究

1. 瑞普生物(300119): 多领域协同发力, 打造创新型动保龙头 (2021-11-07)
2. 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)
3. 瑞普生物(300119): 畜用保持高增, 未来成长性凸显 (2021-08-27)
4. 瑞普生物(300119): 疫苗联动, 打开动保新成长空间 (2021-04-29)
5. 瑞普生物(300119): 重药轻苗, 动保行业变革迎新机遇 (2021-04-12)

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, 公司三价禽流感疫苗产品优质, 生猪价格底部盘整的情境下, 预计 2022-2024 年兽用生物制品板块增速为 20%/25%/25%, 对应毛利率分别为 64%/65%/66%。

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趋势以及公司化药产能建设进程, 预计 2022-2024 年原料药及制剂板块增速为 30%/30%/25%, 对应毛利率分别为 44%/45%/46%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
兽用生物制药	收入	1,069.44	1,283.33	1,604.16	2,005.20
	增速	-4.84%	20.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	62.85%	64.00%	65.00%	66.00%
原料药及制剂	收入	946.11	1,229.94	1,598.93	1,998.66
	增速	6.87%	30.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	42.41%	44.00%	45.00%	46.00%
其他及内部抵消	收入	-8.41	-8.58	-8.75	-8.92
	增速	-3.59%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	400.00%	120.00%	120.00%	120.00%
合计	收入	2,007.1	2,504.7	3,194.3	3,994.9
	增速	0.34%	24.79%	27.53%	25.06%
	毛利率	51.80%	53.99%	54.84%	55.87%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2007.14	2504.69	3194.33	3994.93	净利润	433.59	569.40	721.95	926.18
营业成本	967.37	1152.48	1442.61	1762.83	折旧与摊销	84.33	80.92	80.92	80.92
营业税金及附加	18.97	24.61	30.67	38.55	财务费用	18.78	3.02	-3.41	-5.06
销售费用	378.88	463.37	590.95	739.06	资产减值损失	-0.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	150.28	325.61	415.26	519.34	经营营运资本变动	-191.70	-137.93	-242.07	-282.20
财务费用	18.78	3.02	-3.41	-5.06	其他	38.48	-119.51	-110.06	-120.05
资产减值损失	-0.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	382.63	395.90	447.34	599.79
投资收益	18.47	15.00	10.00	20.00	资本支出	-107.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	113.80	105.00	100.00	100.00	其他	-519.89	323.64	72.67	97.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-627.06	323.64	72.67	97.78
营业利润	499.36	655.60	828.24	1060.20	短期借款	188.97	-591.11	0.00	0.00
其他非经营损益	-11.57	-4.63	-5.05	-5.59	长期借款	-8.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	487.79	650.97	823.20	1054.62	股权融资	1323.44	0.00	0.00	0.00
所得税	54.20	81.58	101.25	128.44	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	433.59	569.40	721.95	926.18	其他	-244.09	-50.17	3.41	5.06
少数股东损益	20.81	56.27	66.78	81.58	筹资活动现金流净额	1260.32	-641.28	3.41	5.06
归属母公司股东净利润	412.78	513.12	655.17	844.60	现金流量净额	1015.89	78.26	523.42	702.63
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1310.11	1388.37	1911.79	2614.42	成长能力				
应收和预付款项	683.47	773.06	998.05	1258.89	销售收入增长率	0.34%	24.79%	27.53%	25.06%
存货	360.47	428.96	537.13	656.50	营业利润增长率	-2.68%	31.29%	26.33%	28.01%
其他流动资产	707.64	538.04	617.14	689.84	净利润增长率	-1.34%	31.32%	26.79%	28.29%
长期股权投资	275.06	275.06	275.06	275.06	EBITDA 增长率	-5.17%	22.75%	22.48%	25.43%
投资性房地产	51.11	49.04	51.80	53.01	获利能力				
固定资产和在建工程	1178.01	1102.12	1026.23	950.35	毛利率	51.80%	53.99%	54.84%	55.87%
无形资产和开发支出	452.82	447.90	442.99	438.08	三费率	27.30%	31.62%	31.39%	31.37%
其他非流动资产	672.10	671.97	671.85	671.73	净利率	21.60%	22.73%	22.60%	23.18%
资产总计	5690.78	5674.53	6532.05	7607.88	ROE	10.03%	11.64%	12.86%	14.16%
短期借款	591.11	0.00	0.00	0.00	ROA	7.62%	10.03%	11.05%	12.17%
应付和预收款项	363.87	408.64	512.89	634.08	ROIC	15.28%	17.33%	19.40%	21.64%
长期借款	90.13	90.13	90.13	90.13	EBITDA/销售收入	30.02%	29.53%	28.36%	28.44%
其他负债	322.01	282.71	314.03	342.49	营运能力				
负债合计	1367.14	781.48	917.06	1066.71	总资产周转率	0.42	0.44	0.52	0.57
股本	468.34	468.34	468.34	468.34	固定资产周转率	2.62	3.29	4.66	6.56
资本公积	2222.68	2222.68	2222.68	2222.68	应收账款周转率	3.95	4.13	4.34	4.25
留存收益	1408.70	1921.82	2576.99	3421.59	存货周转率	2.67	2.92	2.98	2.95
归属母公司股东权益	4032.66	4545.78	5200.95	6045.55	销售商品提供劳务收到现金营业收入	98.35%	—	—	—
少数股东权益	290.99	347.26	414.04	495.62	资本结构				
股东权益合计	4323.65	4893.04	5614.99	6541.17	资产负债率	24.02%	13.77%	14.04%	14.02%
负债和股东权益合计	5690.78	5674.53	6532.05	7607.88	带息债务/总负债	49.83%	11.53%	9.83%	8.45%
					流动比率	2.72	5.81	6.03	6.34
					速动比率	2.40	5.02	5.24	5.54
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.88	1.10	1.40	1.80
					每股净资产	9.23	10.45	11.99	13.97
					每股经营现金	0.82	0.85	0.96	1.28
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	602.47	739.55	905.76	1136.07					
PE	21.97	17.67	13.84	10.74					
PB	2.10	1.85	1.61	1.39					
PS	4.52	3.62	2.84	2.27					
EV/EBITDA	11.76	8.89	6.63	4.65					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	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	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn