

瑞普生物 (300119.SZ)

畜禽动保业务规模领先，宠物动保业务进入收获期

优于大市

核心观点

公司主做畜禽动保，积极拓展宠物动保。公司主业为兽用生物制品、兽用化药的研发、生产、销售及动物疫病整体防治解决方案的提供。1998年成立以来，公司以兽用高端制剂业务起家，此后聚焦动保领域，积极开展外延并购，不断扩张丰富动保业务版图。2023年公司营业收入达22.49亿元（近10年CAGR为11%），收入规模在国内动保企业中仅次于中牧股份，已成为国内产品最全、规模最大的畜禽动保企业之一。近年公司宠物动保板块正进入收获期，自研猫三联疫苗等多款产品陆续获批上市，后续有望持续贡献增量。

畜禽动保业务：积极拓展集团客户，有望受益下游养殖景气改善。成长方面，公司作为国内规模最大、品类最全的动保企业之一，研发端投入领先同行，产品矩阵不断丰富，渠道端与大型养殖企业的合作日趋紧密，在养殖规模化浪潮下，与养殖集团直接建立销售合作的直销模式收入后续有望持续扩大。周期方面，受产能调减和北方疫病影响，生猪价格在今年春节后呈现淡季不淡特征，基于去年以来的产能去化情况判断，我们认为猪周期已进入右侧，生猪价格有望自年中开启上行，且届时有望同步带动禽产业景气回升。后续随下游养殖环节现金流及盈利修复，养殖户用药需求有望迎来改善，届时公司畜禽动保产品销售规模和利润表现有望自底部持续向上改善。

宠物动保业务：新品密集上市，板块进入收获期。产品方面，公司产品矩阵不断丰富，已具备提供从预防、诊断到治疗的整体防治解决方案能力，产品涵盖生物制品、化药及营养保健品等9大领域，共计20余款宠物用产品。渠道方面，公司已布局形成了“优质经销商+三瑞齐发（公司、瑞派宠物医院、中瑞供应链渠道深度协同）”的销售渠道护城河。大单品方面，公司自研的猫三联疫苗“瑞喵舒”于2024Q1正式推向市场，实现销售收入1200万元，后续有望依靠渠道优势快速放量，进而带动公司宠物板块营收规模再上新台阶。

盈利预测与估值：瑞普生物作为国内最大的动保企业之一，后续有望受益下游畜禽养殖景气回暖，同时宠物板块有望为公司开启新曲线。预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.3/6.3/6.5亿元（同比+16%/20%/3%），EPS分别为1.1/1.3/1.4元。通过多角度估值，我们预计公司股票合理估值区间在17.8-19.1元之间，较目前股价约有20%-30%溢价空间，给予“优于大市”评级。

风险提示：不可控的动物疫情引发的潜在风险；下游养殖规模化进程不及预期的风险；疫苗批发进度不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,084	2,249	2,836	3,297	3,414
(+/-%)	3.8%	7.9%	26.1%	16.2%	3.5%
净利润(百万元)	347	453	524	627	649
(+/-%)	-16.0%	30.6%	15.7%	19.6%	3.4%
每股收益(元)	0.74	0.97	1.12	1.34	1.39
EBIT Margin	17.7%	17.5%	21.8%	22.8%	22.6%
净资产收益率 (ROE)	8.2%	10.1%	11.0%	12.3%	11.9%
市盈率 (PE)	20.5	15.6	13.5	11.3	10.9
EV/EBITDA	18.2	16.6	11.5	10.0	9.3
市净率 (PB)	1.68	1.57	1.48	1.38	1.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

农林牧渔·动物保健 II

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn S0980523030001

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	17.80 - 19.10元
收盘价	14.71元
总市值/流通市值	6859/4917百万元
52周最高价/最低价	19.19/11.55元
近3个月日均成交额	103.66百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《瑞普生物 (300119.SZ) -2022 年报及 2023 一季报点评：23Q1 归母净利润环比-29%，看好禽苗景气回暖、宠物板块拓展》——2023-05-01

内容目录

公司介绍：国内头部畜禽动保企业，积极拓展宠物动保	5
公司简介：主做畜禽动保，积极拓展宠物用药	5
公司治理：股权分布集中，重视员工激励	6
经营情况：主业经营稳健，宠物业务放量	7
动保行业：猪周期进入右侧，有望带动动保需求改善	12
兽用疫苗：畜禽动保发展成熟，新单品是核心驱动	12
兽用化药：抗生素贡献最主要规模，制剂格局存在优化空间	14
行业展望：猪价持续回升，有望带动动保需求改善	16
公司分析：畜禽动保稳健增长，宠物动保进入收获期	20
畜禽动保：产品矩阵丰富，积极拓展集团客户	20
宠物动保：新品密集上市，板块进入收获期	22
盈利预测	25
假设前提	25
未来 3 年业绩预测	26
盈利预测的敏感性分析	27
估值与投资建议	28
绝对估值：17.8-18.8 元	28
相对估值：18.0-19.1 元	29
投资建议	30
附表：财务预测与估值	32
免责声明	33

图表目录

图 1: 瑞普生物自成立以来积极开展外延并购, 目前已成为国内业务最全、规模最大的动保企业之一	6
图 2: 公司实控人为创始人李守军, 其控股比例为 35.92% (截至 2024 年 3 月 31 日)	7
图 3: 公司营业收入 2013-2023 年 CAGR 为 11.53%	8
图 4: 公司归母净利润 2013-2023 年 CAGR 为 11.54%	8
图 5: 公司毛利率近年维持 50% 左右	8
图 6: 公司费用率近年维持平稳	8
图 7: 公司毛利率与上市同行对比 (单位: %)	9
图 8: 公司销售费用率与上市同行对比 (单位: %)	9
图 9: 公司管理费用率与上市同行对比 (单位: %)	9
图 10: 公司研发率与上市同行对比 (单位: %)	9
图 11: 公司原料药及制剂收入维持扩张	10
图 12: 禽用生物制品业务收入增长放缓, 毛利率较为稳定	10
图 13: 公司禽用生物制品业务毛利率高于上市同行	11
图 14: 畜用生物制品 2023 年收入为 1.4 亿元, 同比+8.5%	11
图 15: 2010-2022 年国内兽用化药市场规模及增速情况	12
图 16: 2016-2022 年国内兽用疫苗市场结构情况	12
图 17: 2020 年国内主要兽用疫苗单品销售规模情况	12
图 18: 2010-2022 年国内兽用化药市场规模及增速情况	14
图 19: 2022 年国内兽用化药结构情况	14
图 20: 国内兽用化药市场规模 2016-2021 年 CAGR 为 12.24%	15
图 21: 2022 年化药制剂市场抗微生物药销售额占比为 69%	15
图 22: 氟苯尼考、强力霉素是兽药化药市场的核心单品	15
图 23: 2022 年国内兽药企业规模分布情况 (单位: 家)	16
图 24: 2021 年、2022 年不同规模兽用化药企业毛利率情况	16
图 25: 2022 年国内兽用原料药及兽用化药制剂 CR10 情况	16
图 26: 回盛生物于兽用化药制剂市场的市占率近年提升明显	16
图 27: 申万动物保健指数收盘价与国内生猪均价情况	17
图 28: 2010-2021 年国内生猪养殖医疗防疫费用支出与猪粮比价情况	17
图 29: 截至近 4 月末, 能繁母猪已自高点累计去化约 10%	17
图 30: 生猪价格近期正自底部快速回升	17
图 31: 猪价回暖带动养殖利润持续回暖	18
图 32: 国内生猪疫苗批签发量正处于历史底部	18
图 33: 白羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)	18
图 34: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)	18
图 35: 白羽肉鸡行业景气有望随生猪价格回升而改善 (单位: 元/公斤、元/只)	19
图 36: 黄羽肉鸡行情有望自底部持续回暖	19
图 37: 公司研发人员中硕士及以上学历人员占比超 70%	20

图 38: 公司研发投入 2023 年处于上市同行首位	20
图 39: 公司直销模式收入近年稳步扩张	22
图 40: 公司直销模式收入占比目前已超 60%	22
图 41: 猫三联灭活疫苗用途及用法	23
图 42: 目前国内宠物猫数量正逐年快速增长 (单位: 万只)	24
图 43: 目前国内宠物疫苗市场份额主要被进口品牌产品占据	24
图 44: 瑞普生物历史市盈率	30
表 1: 公司主要产品一览	5
表 2: 公司重视员工激励, 已开展三次股权激励	7
表 3: 上市兽用疫苗企业产品布局情况 (按疫苗种类)	13
表 4: 非洲猪瘟疫苗主要研发路径	13
表 5: 上市疫苗企业非洲猪瘟疫苗及宠物用药布局情况	14
表 6: 必威安泰目前拥有 5 个口蹄疫疫苗生产文号	21
表 7: 必威安泰 2022-2023 年资产及收入利润情况 (单位: 亿元)	21
表 8: 公司宠物板块的产品矩阵近年持续丰富	22
表 9: 瑞普生物自研的猫三联疫苗于 2023 年首批通过农业农村部应急评价	23
表 10: “瑞喵舒” 是国内首批获得批准文号的国产猫三联疫苗之一	24
表 11: 瑞普生物主营业务收入拆分	26
表 12: 未来 3 年盈利预测表	26
表 13: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	27
表 14: 公司盈利预测假设条件 (%)	28
表 15: 资本成本假设	28
表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	28
表 17: 国内上市疫苗企业经营指标一览	29
表 18: 瑞普生物同类公司估值比较	29

公司介绍：国内头部畜禽动保企业，积极拓展宠物动保

公司简介：主做畜禽动保，积极拓展宠物用药

◆ 业务介绍：当前主要收入利润来自兽用化药和禽用疫苗

瑞普生物主业为兽用生物制品、兽用化药的研发、生产、销售及动物疫病整体防治解决方案的提供，当前主要收入利润来自兽用化药和禽用疫苗。1998年成立以来，公司以兽用高端制剂业务起家，此后聚焦动保领域，积极开展外延并购，不断扩张丰富动保业务版图，近年宠物药品及疫苗业务正不断发力。2023年公司营业收入达22.49亿元（近10年CAGR为11%），收入规模在国内动保企业中仅次于中牧股份，已成为国内产品最全、规模最大的畜禽动保企业之一。

表1：公司主要产品一览

种属	产品类别	产品通用名	适应症
禽	疫苗	重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗(H5N2rHN5801株+rGD59株, H7N9rHN7903株)	防控当前H5、H7亚型高致病性禽流感的发生
		鸡新城疫、禽流感(H9亚型)二联灭活疫苗(La Sota株+HP株)	用于鸡新城疫和禽流感H9亚型的预防
		鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感(H9亚型)三联灭活疫苗(La Sota株+BJQ902株+WD株)	用于鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感H9亚型的预防
		鸡马立克氏病I、III型二价活疫苗(CV1988株+FC126株)	用于鸡马立克氏病的预防
	化药及其他	鸭坦布苏病毒病灭活疫苗(HB株)	用于鸭坦布苏病毒病的预防
		转移因子口服溶液	用于增强机体的免疫功能,可提高机体的抗病能力或疫苗的抗体或药物的抗菌效果
		氟苯尼考粉	用于畜禽细菌性疾病和支原体感染
		黄芪多糖注射液	提升畜禽免疫力
		混合型饲料添加剂-酶制剂	可以平衡肠道菌群,破除细胞壁笼蔽效应,提高营养物质消化吸收利用率
		猪	疫苗
猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗(HB08株+ZJ08株)	用于猪流行性腹泻和传染性胃肠炎预防		
猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗	预防猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病		
猪繁殖与呼吸综合征活疫苗(R98株)	对猪蓝耳病具有较好的防控作用		
化药及其他	头孢噻呋注射液		用于治疗猪胸膜肺炎放线杆菌、巴氏杆菌和支原体等细菌感染
反刍	疫苗	过硫酸氢钾复合物粉	可杀灭80多种病毒、100多种真菌、400多种细菌及芽孢
		苍术知母粗提物(复配型)	用于增强家畜机体免疫力,提高抗病能力
	化药及其他	山羊痘活疫苗	用于山羊痘和牛结节性皮肤病的预防
		牛传染性鼻气管炎灭活疫苗(C1株)	用于牛传染性鼻气管炎的预防
宠物	疫苗	硫酸头孢喹肟乳房注入剂(泌乳期)	用于治疗由敏感菌引起的奶牛泌乳期乳房炎
		蹄浴液	用于牛蹄病预防及治疗
	化药及其他	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗(RPVF0304株+RPVF0207株+RPVF0110株)	预防猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症
		克林霉素磷酸酯颗粒	用于宠物犬皮肤创伤、脓肿和深层感染治疗
		盐酸右美托咪定注射液	用于犬猫临床检查和治疗时镇静和止痛,以及深度麻醉前的前驱镇静
化药及其他	复方制霉菌素软膏	用于治疗真菌、耳螨及过敏性耳炎,是犬猫通用耳部外用软膏剂	
	吡虫啉莫昔克丁滴剂	一站式解决犬猫28种体内外寄生虫感染	
化药及其他	非泼罗尼吡丙醚滴剂	一款主要治疗和预防跳蚤和蜱虫的犬用体外驱虫产品	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 发展历程：积极外延并购，已成为国内业务最全、规模最大的动保企业之一

瑞普生物成立于1998年，以兽用高端制剂业务起家，此后公司聚焦动保领域，积极开展外延并购，不断扩张丰富业务版图。具体分业务来看：

(1) 兽用疫苗业务：2001 年公司收购保定兽药疫苗厂（现名“瑞普（保定）生物药业有限公司”，以下简称“瑞普保定”），正式进军兽用疫苗领域；2010 年兼并湖南生药厂（现名“湖南中岸生物药业有限公司”，以下简称“湖南中岸”），丰富猪用疫苗产线；2015 年兼并华南农业大学校企合作-广州市华南农大生物药品有限公司（以下简称“华南生物”），进军高致病性禽流感疫苗领域；2024 年，公司完成收购保定市收骏科技有限公司，将其控股的内蒙古必威安泰生物科技有限公司（以下简称“必威安泰”），纳入合并报表，补足口蹄疫疫苗产品版图。

(2) 兽用化药业务：公司 2008 年收购-湖北龙翔药业科技股份有限公司（以下简称“湖北龙翔药业”），踏足兽用原料药领域，在替米考星等主要兽用抗生素原料药领域占据行业领先低位。

(3) 宠物业务：公司进军宠物领域，成立瑞派宠物医院管理股份有限公司，此后加大研发端布局。2022 年旗下宠物驱虫药“莫普欣”上市，公司宠物业务产品端逐步进入兑现期，2024Q1 公司猫三联灭活疫苗“瑞喵舒”正式推向市场，实现销售收入 1200 万元，打破进口猫三联疫苗在我国的垄断，未来随新品上市推广，公司宠物业务规模有望持续扩张。

图 1：瑞普生物自成立以来积极开展外延并购，目前已成为国内业务最全、规模最大的动保企业之一



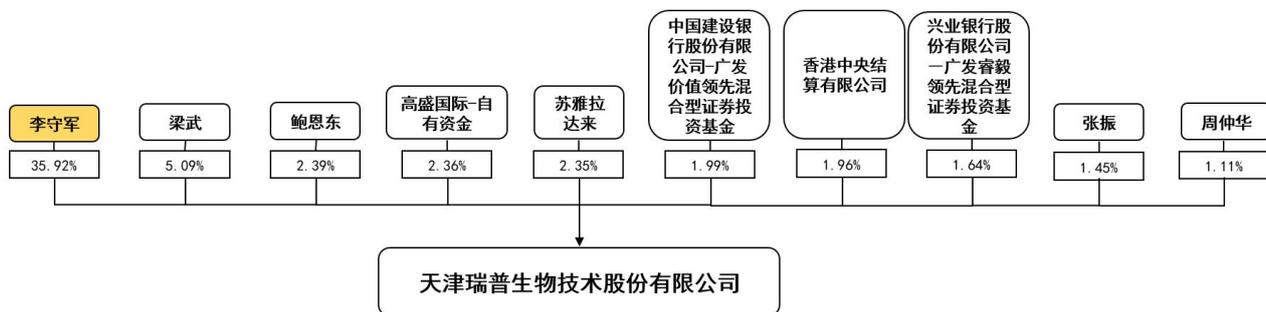
资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司治理：股权分布集中，重视员工激励

◆ 公司股权分布较为集中，实控人为创始人李守军

截至 2024 年 3 月 31 日，控股股东及实控人李守军直接持有公司 35.92% 股权（一致行动人李睿另持有公司 0.0026% 股权）。李守军作为瑞普生物的创始人，在动物保健行业有着丰富的产业经营运作经验，公司在其带领下先后完成了制剂、疫苗、原料药、宠物等多个关键板块的布局发展。

图2：公司实控人为创始人李守军，其控股比例为 35.92%（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司重视员工激励，已开展三次股权激励、一次员工持股计划

自上市以来，公司始终重视员工激励，先手开展三次股权激励、一次员工持股计划，考核目标聚焦净利润增长和盈利能力提升，有效调动了管理层及员工的积极性，期间带动业绩维持向好趋势。根据公司最新公告，公司于 2024 年 1 月 25 日完成最新一轮股份回购，累计回购公司股份 368.96 万股，占公司目前总股本的比例为 0.79%，未来计划继续用于股权激励或员工持股计划。

表2：公司重视员工激励，已开展三次股权激励

首次公告日	激励标的	激励总数（万股/万份）	占当时总股本比例	考核目标
2022/4/29	股票	413.24	0.88%	(1) 第一个解除限售期：以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 11%； (2) 第二个解除限售期：以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 33%； (3) 第三个解除限售期：以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 53%。
2019/4/25	股票	600	1.48%	(1) 第一个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 25%； (2) 第二个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 40%； (3) 第三个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 55%。
2011/10/25	期权	500	3.51%	首次授予部分 (1) 第一个行权期：2011 年净利润相比于 2010 年增长不低于 40%，2011 年加权平均 ROE 不低于 6.68%； (2) 第二个行权期：2012 年净利润相比于 2010 年增长不低于 76.63%，2012 年加权平均 ROE 不低于 7.84%； (3) 2013 年净利润相比于 2010 年增长不低于 137.90%，2013 年加权平均 ROE 均不低于 9.67%； (4) 2014 年净利润相比于 2010 年增长不低于 214.59%，2014 年加权平均 ROE 均不低于 11.49%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营情况：主业经营稳健，宠物业务放量

◆ 收入及利润：畜禽动保业务维持增长，宠物药品业务逐步放量。

近年公司畜禽疫苗及化药业务聚焦规模客户拓展和内部提质增效，宠物药品业务逐渐放量，带动收入和利润规模维持扩张。2023 年公司营业收入同比+7.90%至 22.49 亿元，2013-2023 年 CAGR 为 11.53%；归母净利润同比+30.64%至 4.53 亿元，2013-2023 年 CAGR 为 11.54%，其中 2023Q4 受湖南中岸土地置换的政府补偿款影响，归母净利润同比+57.02%。2024Q1 下游畜禽养殖行情延续低迷，但公司持续

深化与养殖集团合作，大客户占有率进一步提升，带动畜禽板块业绩实现逆势增长，其中营业收入同比+20.42%至 5.33 亿元，归母净利润同比+8.35%至 8757.11 万元。

图3: 公司营业收入 2013–2023 年 CAGR 为 11.53%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 公司归母净利润 2013–2023 年 CAGR 为 11.54%

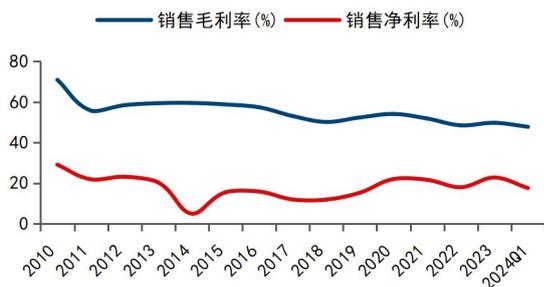


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 利润率及费用率：利润率短期承压，费用端维持平稳。

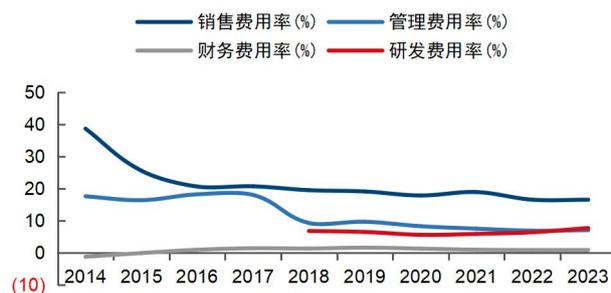
(1) 盈利能力方面：2021 年以来受下游养殖景气低迷影响，公司毛利率和净利率有所承压。2023 年公司毛利率为 49.69%，同比+1.25pct，近五年平均值为 51.26%，低于上市疫苗企业平均水平，主要原因系兽用制剂及原料药收入占比较高；2023 年公司净利率为 22.72%，同比+4.79pct（主要受当期土地置换导致的非经常性损益影响），近五年平均值为 19.90%。(2) 费用方面：公司费用率整体维持平稳。2023 年，公司销售费用率为 16.49%，同比-0.01pct，处于同行中游水平；管理费用率为 7.02%，同比+0.16pct，处于同行偏低水平；研发费用率为 7.69%，同比+1.32pct，处于同行中游水平。上述三项费用合计为 31.20%，同比+1.47pct。

图5: 公司毛利率近年维持 50%左右



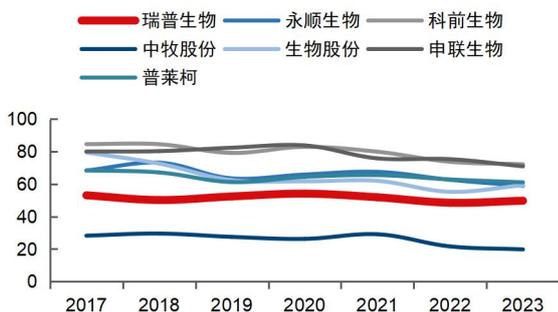
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率近年维持平稳



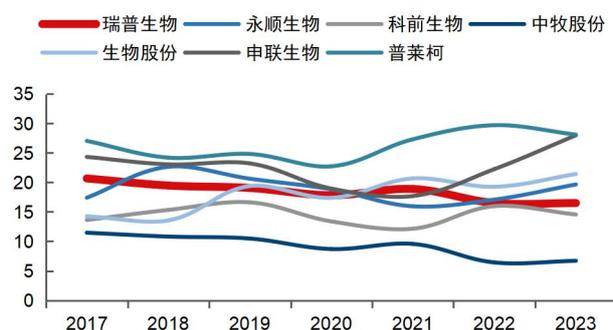
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率与上市同行对比（单位：%）



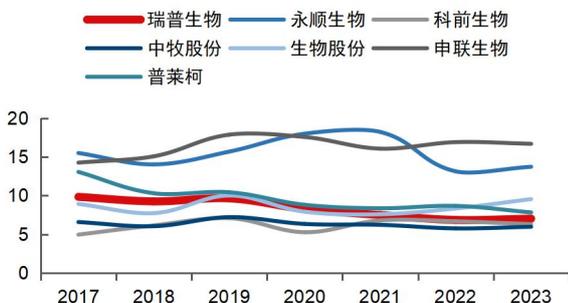
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司销售费用率与上市同行对比（单位：%）



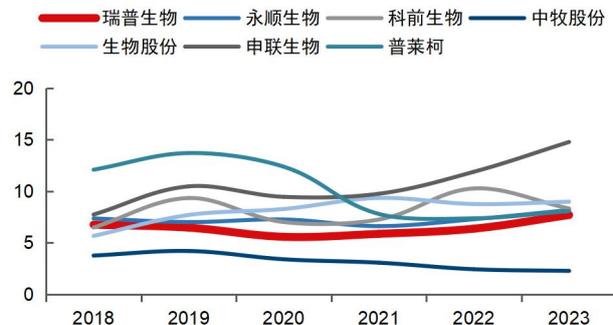
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司管理费用率与上市同行对比（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司研发率与上市同行对比（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 业务拆分：主业稳健增长，宠物业务开始放量

2023年，公司原料药及制剂、禽用生物制品、畜用生物制品业务于主营业务收入中的占比分别为48%/41%/6%，原料药及制剂、禽用生物制品、其他业务于主营业务毛利中的占比分别为38%/53%/8%。除畜禽动保产品外，公司近年也在积极拓展宠物用药业务，2023年宠物药品和宠物生物制品分别实现收入2652万元、395万元，收入占比较小但未来随新品逐渐上市，有望不断提升。

图1：公司主营业务收入结构



图2：公司主营业务毛利结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

具体分业务来看：

(1) 原料药及制剂：依靠产能扩张、新品开发和直销客户拓展，公司原料药及制剂业务收入维持扩张趋势，2023 年收入首度突破 10 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 13.61%；毛利率则因下游养殖景气低迷而承压，2023 年为 39.23%，同比+1.37pct，近 5 年平均值为 40.58%。

(2) 禽用生物制品：2021 年以来，受禽产业景气整体低迷且高致病性禽流感疫苗政采渠道逐渐缩量影响，公司禽用疫苗收入增长承压，但受益于集团客户拓展及合作的推进，业务规模整体维持稳定。2023 年公司禽用生物制品收入为 9.28 亿元，同比+3.64%，2018-2023 年 CAGR 为 16.36%；毛利率较为平稳，2023 年为 64.37%，同比+1.43pct，近 5 年平均值为 62.57%，高于上市同行普莱柯。

(3) 畜用生物制品：受养殖行情低迷影响，公司畜用生物制品业务近年增量有限，2023 年收入为 1.41 亿元，同比+8.47%。目前公司正聚焦国内家畜 TOP100 养殖集团，提供综合疫病健康解决方案，加深业务合作关系，2023 年与德康农牧建立战略合作，后续叠加下新品上市、必威安泰并表，收入规模存在扩张潜力。

(4) 宠物动保：2022 年，公司宠物驱虫药“莫普欣”等新单品上市带动公司宠物板块收入快速放量，当年宠物药品实现收入约 4400 万元，2023 年受渠道结构调整、下游需求偏弱影响，宠物药品收入降至 2700 万元以下。考虑到公司宠物药品后续仍有迭代产品推出且宠物疫苗板块的猫三联灭活疫苗“瑞喵舒”已于 2024Q1 推向市场，后续公司宠物动保业务整体收入有望维持放量增长。

图 11：公司原料药及制剂收入维持扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12：禽用生物制品业务收入增长放缓，毛利率较为稳定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 13: 公司禽用生物制品业务毛利率高于上市同行



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 畜用生物制品 2023 年收入为 1.4 亿元, 同比+8.5%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

动保行业：猪周期进入右侧，有望带动动保需求改善

兽用疫苗：畜禽动保发展成熟，新单品是核心驱动

◆ 我国兽用疫苗市场目前已经步入较成熟阶段

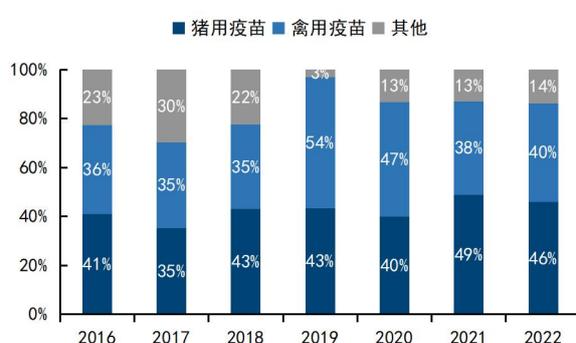
据中国兽药协会统计，2022年国内兽用生物制品市场规模已达165.67亿元，近五年复合增速为4.39%，行业CR10已达51%，市场整体较为成熟，头部份额集中。按结构来看，兽用疫苗是兽用生物制品市场的核心构成，2022年国内兽用疫苗市场规模为154.96亿元，于国内兽用生物制品市场中的占比为94%，近五年复合增速为4.99%，其中猪用疫苗、禽用疫苗贡献主要规模，二者2022年市场规模分别为71.17亿元、62.62亿元，于兽用疫苗市场中占比分别为46%、40%。

图15：2010-2022年国内兽用化药市场规模及增速情况



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图16：2016-2022年国内兽用疫苗市场结构情况



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

◆ 口蹄疫和禽流感疫苗是国内兽用疫苗市场的两大核心单品

受益强制免疫计划，口蹄疫疫苗和禽流感疫苗2020年销售规模分别约为40亿元、18亿元，于兽用疫苗市场中的占比分别为28%、13%。在非强制免疫疫苗中，猪圆环病毒疫苗和猪伪狂犬病疫苗销售规模也较大，2020年分别为16亿元、11亿元，于兽用疫苗市场中的占比分别为11%、8%。

图17：2020年国内主要兽用疫苗单品销售规模情况



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

◆ 核心大单品成就头部疫苗企业

强制免疫疫苗的生产资质要求为生物股份等头部企业创造了数十亿的封闭市场，具有口蹄疫疫苗以及高致病性禽流感疫苗（二者均于强制免疫计划中）生产资质的生物股份、瑞普生物、中牧股份收入体量明显领先同行，2023年分别为14.71亿元、10.73亿元、10.09亿元。另外在猪伪狂犬病、猪圆环病毒等非强制免疫疫苗领域具备优势的科前生物、普莱柯同样具备较大收入规模，2023年分别为10.64亿元、8.50亿元。

表3：上市兽用疫苗企业产品布局情况（按疫苗种类）

证券代码	证券名称	2023年 兽用生物制品 收入（亿元）	猪用疫苗							禽用疫苗							
			口蹄疫	伪狂	圆环	蓝耳	猪瘟	胃腹	乙脑	支原体肺炎	副猪	猪丹毒	高致病性禽流感	其他禽流	鸡新城疫	法氏囊病	马立克
600201.SH	生物股份	14.71	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
600195.SH	中牧股份	10.09	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
300119.SZ	瑞普生物	10.73	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
688526.SH	科前生物	10.64		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
603566.SH	普莱柯	8.50		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
839729.BJ	永顺生物	3.04		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
688098.SH	申联生物	3.00	✓		✓												
603718.SH	海利生物	1.23		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 非洲猪瘟疫苗有望成为新兴大单品

非洲猪瘟（ASF）是由非洲猪瘟病毒（ASFV）引起的猪的急性、高致死率传染病，自2018年传入我国以来给国内生猪产业造成极其严重的威胁，近年中国农业科学院等各类研究机构以及各头部上市公司正致力于非洲猪瘟疫苗攻关。未来非洲猪瘟疫苗相关成果实现商业化落地，其有望成为国内兽用疫苗市场的重要品种并在短期内贡献可观的市场增量，相关参研企业的市场销售表现值得期待。

从国内研发项目及进度来看，亚单位疫苗是现阶段进展最快的主攻方向之一。

（1）中国农业科学院兰州兽医研究所牵头的“非洲猪瘟亚单位疫苗研发”：据普莱柯2022年2月20日披露的投资者关系活动记录表称，公司与中国农业科学院兰州兽医研究所合作研发的非洲猪瘟亚单位疫苗取得积极进展，农业农村部对其应急评价的两轮征求意见已经结束，项目组将按照非洲猪瘟亚单位疫苗应急评价资料要求和疫苗免疫效力指导原则完善相关实验研究。

（2）中牧股份、生物股份与中国科学院生物物理研究所等单位联合开展非洲猪瘟亚单位疫苗研制：已正式向农业农村部提交非洲猪瘟亚单位疫苗应急评审材料。该技术路线是多组分的纳米颗粒结合纳米载体技术、新型免疫佐剂以及基于结构解析深度优化设计的新型疫苗，具备良好的安全性和保护效果。

表4：非洲猪瘟疫苗主要研发路径

名称	主要原理	优点
灭活疫苗	通过加热或加入相应化学制剂等物理/化学方法，将人工培养的ASFV杀死，使其丧失应有的感染能力和毒性，而只保留免疫原性，最后结合佐剂制成疫苗	价格低廉，制备工艺简单便捷

减毒活疫苗	通过处理让 ASFV 变异,使其既降低毒性又保留免疫原性。按处理方式可进一步细分为自然致弱活疫苗和重组致弱活疫苗,前者通过常规的传代培养获得致弱毒株,后者先定位 ASFV 与毒力相关以及引起宿主应答的基因后将其敲除,最终获得基因缺失弱毒株	既能诱发体液免疫,又能诱导细胞免疫,可以在生猪体内产生长时间免疫应答,进而使生猪获得良好的免疫屏障
亚单位疫苗	通过合成加工,提取 ASFV 特定蛋白质结构,通过筛选获得具有免疫原性的蛋白组分,研制成的一种本身不含有 ASFV 核酸,但却能诱发猪产生免疫保护的一种疫苗	生物安全性高
DNA 疫苗	将编码 ASFV 特异性蛋白质抗原的重组真核表达载体直接注射到生猪体内,使编码后的 ASFV 蛋白质抗原基因能够在生猪体内表达并使其产生体液免疫和细胞免疫应答,从而对生猪起到免疫保护作用	可消除疫苗毒性、保存制作更加适应需求
病毒载体疫苗	是使用病毒载体诱导特异性免疫及非特异性免疫的疫苗,其通过去除或使用免疫原替换病毒毒力基因,或使病毒载体无法复制来保障疫苗安全性	相对减毒活疫苗安全性更高

资料来源:张振兴等人,中国动物检疫,《非洲猪瘟研制方向及进展》,国信证券经济研究所整理

表5:上市疫苗企业非洲猪瘟疫苗及宠物用药布局情况

证券名称	非洲猪瘟疫苗在研项目
生物股份	非洲猪瘟亚单位疫苗联合研发项目;非洲猪瘟疫苗集成;非洲猪瘟 mRNA 疫苗;非洲猪瘟复制缺陷型活疫苗
中牧股份	非洲猪瘟亚单位疫苗联合研发项目
科前生物	非洲猪瘟检测试剂及疫苗研究;非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究
普莱柯	非洲猪瘟亚单位疫苗相关技术研究与产品探索开发项目
永顺生物	非洲猪瘟亚单位疫苗合作开发协议(西北农业科技大学)
申联生物	合作开发动物 mRNA 疫苗及药物项目(优先开展猪蓝耳病、猪流行性腹泻、非洲猪瘟等重大动物疫病疫苗的开发)

资料来源:各上市公司公告,国信证券经济研究所整理

兽用化药:抗生素贡献最主要规模,制剂格局存在优化空间

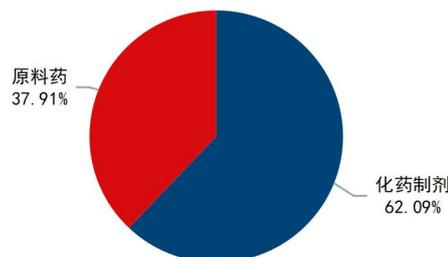
◆ 随养殖规模化进程推进,国内兽用化药市场已步入高质量成长期。

2022 年国内兽用化药总销售额为 508 亿元,2017-2022 年 CAGR 为 8.39%,其中兽用原料药、化药制剂的销售额分别为 173.02 亿元、283.33 亿元,于国内兽用化药总销售额中的占比分别为 37.91%、62.09%。

图 18: 2010-2022 年国内兽用化药市场规模及增速情况



图 19: 2022 年国内兽用化药结构情况



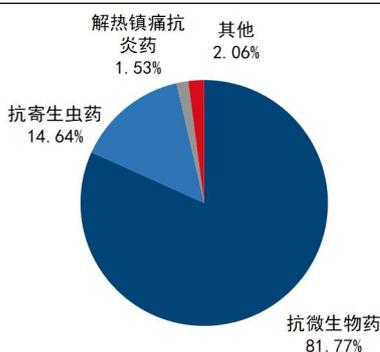
资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

◆ 兽用化药的核心需求来自抗微生物

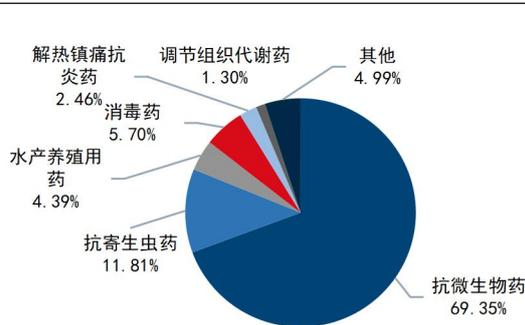
抗微生物药是国内兽用化药市场的核心构成，2022 年国内兽用原料药市场和兽用化药制剂市场中抗微生物药的销售占比分别为 82%、69%。具体来看，原料药核心单品为氟苯尼考和盐酸多西环素（又称“强力霉素”），二者在实践中通常配合使用，2022 年销售量分别为 6250 吨、4483 吨（同比+34%、-8%），销售额分别为 27.54 亿元、16.40 亿元（同比+12%、-9%）。化药制剂的核心单品是氟苯尼考粉、盐酸多西环素可溶性粉，2022 年销售额分别为 21.30 亿元、16.62 亿元。

图20：国内兽用化药市场规模 2016-2021 年 CAGR 为 12.24%



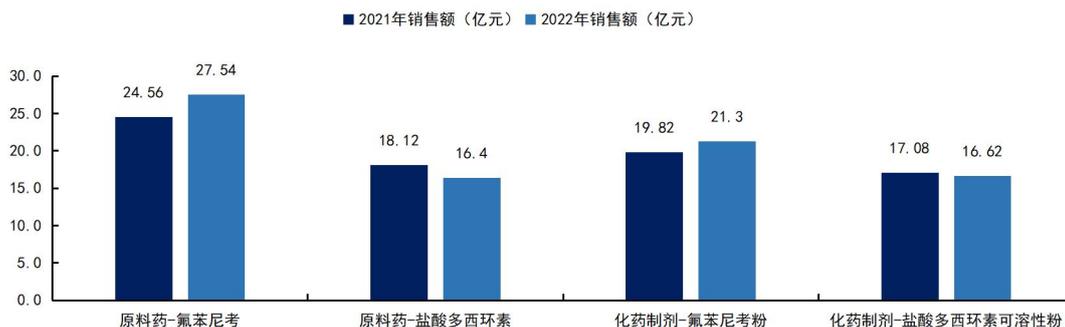
资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图21：2022 年化药制剂市场抗微生物药销售占比为 69%



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图22：氟苯尼考、强力霉素是兽药化药市场的核心单品



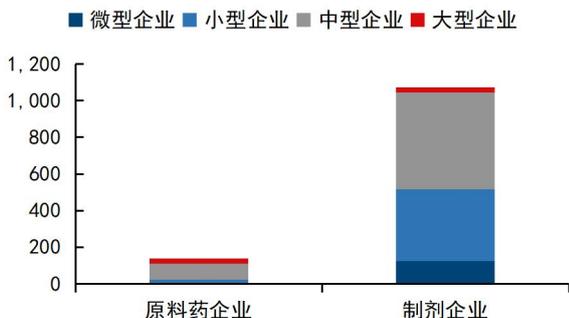
资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

◆ 兽用化药生态：制剂规模大但分散，份额正快速向头部靠拢

行业原料药产能主要集中在头部企业手中，2022 年市场 CR10 为 45%。兽用化药制剂竞争激烈，2022 年市场 CR10 仅为 32%，盈利周期性更强，头部企业近年纷纷布局上游原料药。从经营结果来看，大型兽用化药制剂企业存在规模优势且掌握原

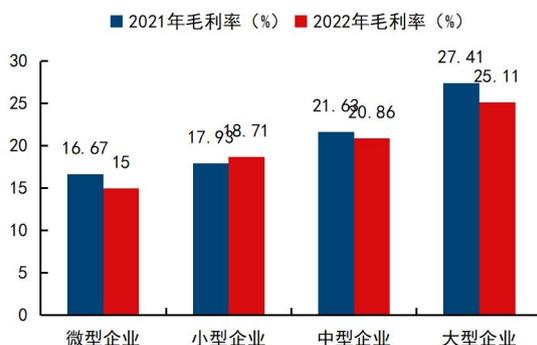
料产能，因此毛利率表现明显优于小型企业，而且养殖规模化程度不断提升后，大型兽用化药制剂企业在产品矩阵、配套服务和渠道对接等方面的竞争优势开始凸显。在上述因素推动下，回盛生物等头部制剂企业近年正在依靠规模和服务优势不断抢占市场份额，兽用化药制剂行业格局持续优化，2022 市场 CR10 较 2021 年提升 8.37pcts。

图23：2022 年国内兽药企业规模分布情况（单位：家）



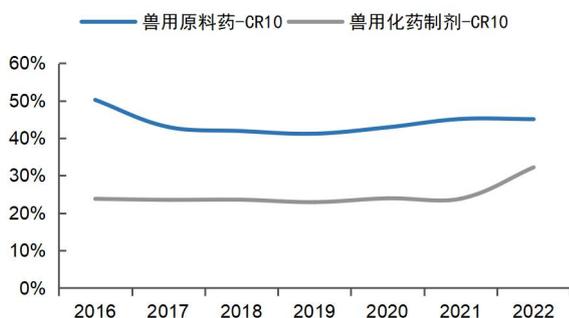
资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图24：2021 年、2022 年不同规模兽用化药企业毛利率情况



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图25：2022 年国内兽用原料药及兽用化药制剂 CR10 情况



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图26：回盛生物于兽用化药制剂市场的市占率近年提升明显



资料来源：中国兽药协会，iFinD，国信证券经济研究所整理

行业展望：猪价持续回升，有望带动动保需求改善

◆ 从底部布局的视角来看，动保企业在猪价筑底阶段的贝塔行情值得关注

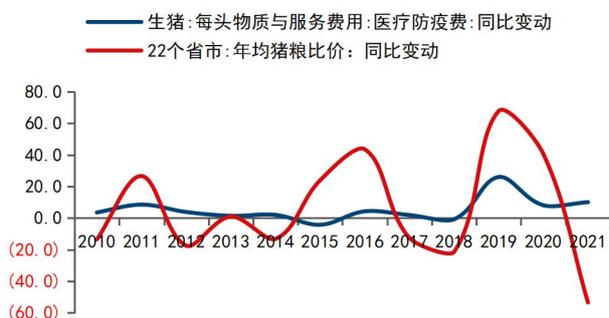
国内生猪养殖规模化进程处于初期阶段，国内猪价周期波动仍较明显，而猪价高低会直接影响养殖盈利进而影响养殖户在防疫方面的支出水平，因此国内动保企业的盈利能力与猪价水位正相关。当猪价跌破成本时，动保企业盈利压力巨大，但只要猪价给与养殖企业一定利润，动保企业盈利能力将随之迅速改善。通过我们复盘来看，动保企业的业绩和股价基本与猪价雷同，2018 年以来尤其表现一致。

图27：申万动物保健指数收盘价与国内生猪均价情况



资料来源：iFinD，中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

图28：2010-2021年国内生猪养殖医疗防疫费用支出与猪粮比价情况



资料来源：农业农村部，中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

◆ 当前猪周期步入右侧，下游养殖利润改善有望带动动保需求修复

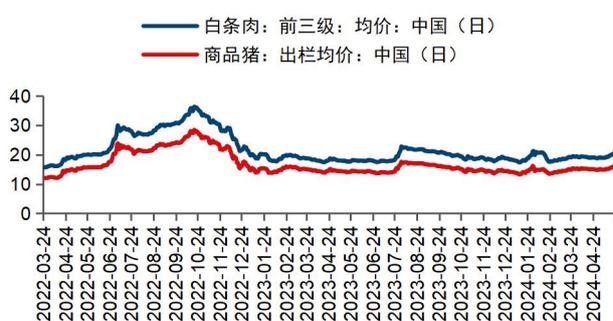
产能方面，2022年12月以来，受猪价持续低迷影响，养殖环节持续亏损，叠加疫病扰动，能繁母猪存栏持续调减。截至2024年4月末，国内能繁母猪存栏数量为3986万头，较2022年12月高点累计调减9.20%。价格方面，受产能调减和2023年末北方疫病影响，生猪价格在春节后呈现淡季不淡特征，基于产能去化情况判断，我们认为后续猪价有望保持涨势，进而带动养殖利润持续改善。上游猪苗销售方面，受2024Q1猪价整体仍较低迷影响，国内猪用疫苗批签发量处于历史底部，后续随下游养殖环节现金流及盈利修复，猪苗销售有望持续改善。

图29：截至近4月末，能繁母猪已自高点累计去化约10%



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图30：生猪价格近期正自底部快速回升



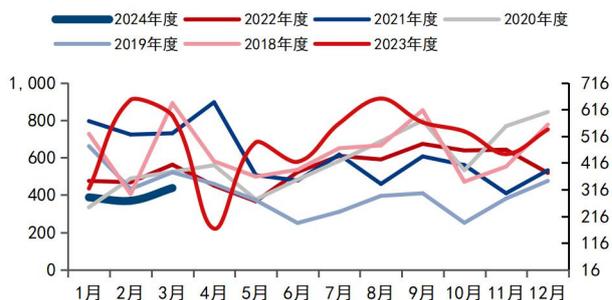
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图31: 猪价回暖带动养殖利润持续回暖



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图32: 国内生猪疫苗批签发量正处于历史底部



资料来源: 中国兽药信息网, 国信证券经济研究所整理

国内禽供给处于底部, 看好后续猪鸡景气共振。白鸡供给方面, 截至5月12日国内父母代种鸡(在产+后备)存栏量为3766万套, 较去年同比-0.9%, 考虑到品种结构调整和前期换羽影响, 行业实际供雏能力可能同比下降更加明显; 黄鸡供给方面, 截至4月21日国内父母代种鸡(在产+后备)存栏量为2105万套, 较去年同比-7.5%, 行业产能正处于近年底部位置。需求方面, 鸡肉目前仍为国内第二大消费肉类, 具备较强的猪肉消费替代属性, 在鸡肉消费真正超过猪肉消费前, 禽产业大周期往往体现为猪鸡联动。考虑到猪价有望自年中开启回升, 我们看好国内禽产业景气回升, 届时养殖利润改善同样将带动禽用药品销售回暖。

图33: 白羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备)



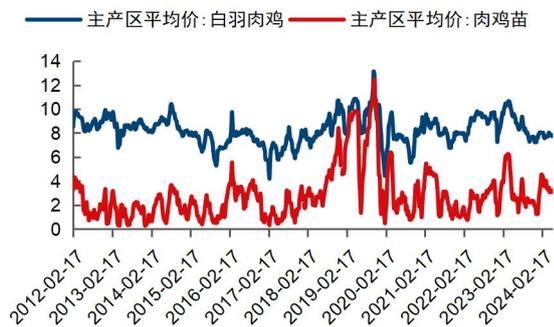
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图34: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备)



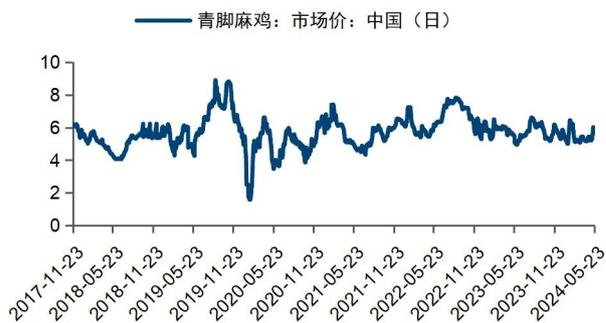
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图35: 白羽肉鸡行业景气有望随生猪价格回升而改善（单位：元/公斤、元/只）



资料来源：博亚和讯，国信证券经济研究所整理

图36: 黄羽肉鸡行情有望自底部持续回暖



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

公司分析：畜禽动保稳健增长，宠物动保进入收获期

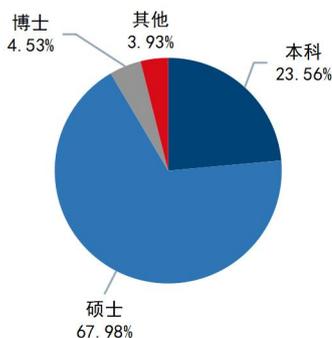
畜禽动保：产品矩阵丰富，积极拓展集团客户

瑞普生物目前已在畜禽产品端建立了完善的产品矩阵，同时渠道端的大客户拓展近年持续突破，未来随畜禽产业景气回升，公司畜禽动保产品销售规模和利润表现有望维持向好发展。

◆ 研发端：研发体系完善，研发投入领先

(1) **团队方面**，公司截至 2023 年末共有研发人员 331 人，其中硕士及以上学历人员占比超 70%，拥有特殊津贴专家、“国家万人计划”人才、“国家特支计划人才”等国家级人才 8 位，天津市有突出贡献专家、天津市中青年科技创新人才等省级人才 23 人。(2) **硬件方面**，公司截至 2023 年末已拥有实验室 2.85 万平方米、实验动物房 3.62 万平方米，设有药物研究院、生物制品研究院、渤海联合研究院、武汉原料药研究院及华南生物禽流感研究院五个研究院，涵盖动物生物制品、动物化学药物制剂、原料药、中兽药及天然植物提取、动物营养添加剂及功能改善剂、动物疫病六大研究领域。(3) **合作方面**，公司与天津当地院校建立多类创新合作平台，并与中国农科院哈尔滨兽医研究所、中国农科院兰州兽医研究所、中国农科院上海兽医研究所、中国农业大学、华中农业大学、华南农业大学、扬州大学等 30 余家国内外知名科研院所建立了长期稳定的合作关系。(4) **投入方面**，公司 2023 年累计研发投入高达 2.33 亿元，占总收入的 10% 以上，处于上市同行首位。未来依靠完善研发体系和高饱和研发投入，公司有望不断推进产品迭代升级、工艺创新，建立高品质、多元化、全品类的产品矩阵。

图 37：公司研发人员中硕士及以上学历人员占比超 70%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 38：公司研发投入 2023 年处于上市同行首位



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

◆ 产品端：产品矩阵丰富，疫苗产品补齐口蹄疫疫苗

公司截至 2023 年末共建有 11 个规模化生产基地，拥有 96 条产品线，涉及兽用生物制品、化药制剂、中药制剂、功能性添加剂、消毒剂、原料药六大领域，拥有 536 款产品（其中生物制品 111 种、化学药物制剂 203 种、中兽药 90 种、清洗消毒类 28 种、功能添加剂 94 种、原料药 10 种），基本覆盖了畜禽养殖业所面对的主要动物疫病，是国内兽药行业产品种类规格最全、生产规模最大的企业之一。

(1) **禽板块方面**：公司聚焦多联多价疫苗、原创药物制剂、中兽药产品等，其中疫苗业务在高致病性禽流感市场苗领域拥有领先优势，旗下高致病禽流感疫苗产

品在“先打后补政策”加快推进的背景下持续抢占市场份额，2024Q1 实现销售收入 7491 万元，同比增长 36.5%。目前公司正聚焦多联多价疫苗和原创药物制剂的开发，鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）、禽腺病毒（I 群，4 型）三联灭活疫苗预计将于 2024 年推向市场，禽用盐酸沃尼妙林晶体可溶性粉、新流法腺四联灭活疫苗、鼻炎三价亚单位疫苗、新支二联活疫苗（VII+QX）等产品后续也将陆续推出。

(2) 家畜板块方面：公司在非强免疫苗领域拥有猪圆环病毒 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重要疫苗单品，同时拥有头孢噻呋注射液等重要化药制剂单品，后续公司家畜药品板块预计上市大单品泰地罗欣注射液、孟布酮注射液、盐酸恩诺沙星颗粒等制剂新品以及牛巴氏杆菌疫苗、猪蓝耳病灭活疫苗、猪圆环亚单位疫苗等疫苗产品，同时公司与科前生物及华中农业大学签署《重组非洲猪瘟病毒疫苗（腺病毒载体）合作开发及技术实施许可协议》，未来公司产品矩阵有望持续丰富。2024 年 4 月底，公司作价 2.30 亿元完成对保定市收骏科技有限公司（主要资产为必威安泰 55.20% 股权）100% 股权收购，进而实现对必威安泰的并表。必威安泰成立于 2008 年，是国内 8 家口蹄疫疫苗生产企业之一，已建设兽用口蹄疫细胞悬浮培养灭活疫苗生产线，目前拥有 5 个口蹄疫疫苗生产文号。完成收购后，公司猪苗业务版图将延伸覆盖至强免疫苗中的口蹄疫疫苗，产品体系和收入规模迎来进一步扩张。

表 6: 必威安泰目前拥有 5 个口蹄疫疫苗生产文号

序号	通用名
1	猪口蹄疫 0 型灭活疫苗（0/Mya98/XJ/2010 株+0/GX/09-7 株）
2	口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗（OHM/02 株+ AKT-III 株）（悬浮培养工艺）
3	口蹄疫 0 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗（0/rV-1 株+ A/rV-2 株）
4	猪口蹄疫 0 型灭活疫苗（0ZK/93 株+OR/80 株）
5	口蹄疫 0 型、A 型、亚洲 1 型三价灭活疫苗（OHM/02 株+AKT-III 株+Asia1KZ/03 株）（悬浮工艺）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 7: 必威安泰 2022-2023 年资产及收入利润情况（单位：亿元）

项目	2023 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日
应收账款	0.65	0.78
资产总额	5.00	5.36
负债总额	3.93	4.18
净资产	1.07	1.18
项目	2023 年度	2022 年度
营业收入	2.25	2.60
营业利润	-0.13	-0.092295
净利润	-0.11	-0.14
经营活动产生的现金流量净额	0.44	0.42

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 渠道端：积极推进集团客户合作，国际化业务蓄势待发

近年在养殖集团化、规模化背景下，公司锁定家禽 TOP300、家畜 TOP100 的养殖集团和大型规模养殖场，与国内众多头部养殖集团建立战略合作关系，以优质产品、高品质服务从疫病监测诊断、生物安全防控等多个维度为养殖集团提供高效的专业服务和解决方案。**(1) 禽板块方面：**公司与中国最大的白羽肉鸡生产企业圣农发展及动保企业圣维生物达成战略合作关系，通过共同联合成立家禽疫病防

控研究院、共同建设疫病监测预警平台。根据签署战略协议，圣农发展 2024-2025 年自瑞普生物的采购金额分别不低于 4000/5000/6000 万元；圣维生物外销瑞普生物市场苗金额分别不低于 1500/2500/4000 万元，未来将有效带动公司禽苗业务销售表现。(2) 猪板块方面：公司 2023 年与德康农牧构建战略合作伙伴关系，共同致力于畜禽健康养殖、防疫体系建设，未来有望带动公司猪苗产品销售。

相比于经销模式，直销模式可以直接与下游专业规模养殖企业建立战略合作，随下游畜禽养殖规模化程度不断提升，公司销售规模可随客户数量拓展和单客户养殖规模增长实现更快扩张。2023 年，公司直销模式收入已达 14.34 亿元，同比 +16.86%，于总收入中的占比达到 64%；前五大客户贡献收入已达 4.11 亿元，于总收入中的占比达到 18%。考虑到公司是行业内产品矩阵最丰富的企业之一，我们认为公司与大型养殖企业的合作有望日趋紧密，未来在养殖规模化浪潮下，公司直销收入规模有望持续扩大，进而带动畜禽业务实现稳健增长。

图 39: 公司直销模式收入近年稳步扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 40: 公司直销模式收入占比目前已超 60%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

宠物动保：新品密集上市，板块进入收获期

◆ 宠物产品矩阵不断丰富，“三瑞齐发”带动放量

产品方面，公司宠物板块的产品矩阵近年持续丰富，2022 年 7 月驱虫药莫普欣上市后，迅速成为千万级爆品，带动了整个宠物产品的销售。截至目前，公司已具备提供宠物从预防、诊断到治疗的整体防治解决方案的能力，在驱虫药、宠物疫苗、耳道治疗药、麻醉镇痛药、抗生素药、抗病毒药、消毒药及各类内科药等产品线均有布局，涵盖生物制品、化药及营养保健品等 9 大领域，共计 20 余款宠物用产品。渠道方面，公司聚焦宠物生态系统构建，布局形成了“优质经销商+三瑞齐发（公司、瑞派宠物医院、中瑞供应链渠道深度协同）”的销售渠道护城河，形成了强劲的营销渠道网络，打造了国内独有的宠物药品、疫苗销售渠道的核心竞争力，未来随新品逐步落地，有望带动公司宠物板块收入快速增长。

表 8: 公司宠物板块的产品矩阵近年持续丰富

类别	商品名	通用名
疫苗	瑞喵舒	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（RPVF0304 株+RPVF0207 株+RPVF0110 株）
驱虫药	莫普欣	吡虫啉莫昔克丁滴剂
	菲比欣	非泼罗尼吡丙醚滴剂
耳部健康	伊尔舒	复方制霉菌素软膏
	伊尔爽	犬猫耳道护理液
营养保健	固力舒	宠物营养补充剂（固力舒·氨糖软骨素）
	小粉弹儿	宠物营养补充剂（角鲨烯辅酶 Q10）

手术麻醉	瑞美静 易弗宁 齐弗宁	盐酸右美托咪定注射液 异氟烷 吸入用七氟烷
抗感染	瑞可林 倍诺林 速倍林 瑞畅宁	克林霉素磷酸酯颗粒 注射用硫酸头孢喹肟 注射用头孢噻吩钠 甲硝唑片
抗病毒	权干素	重组犬 α-干扰素（冻干型）
消炎镇痛	美喜康	美洛昔康片
心脏用药	贝欣宁	盐酸贝那普利咀嚼片
清洗消毒	安立消	月苄三甲氯铵溶液

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 自研猫三联疫苗率先推向市场，先发、产品、渠道三重优势助力放量

猫三联疫苗全称为“猫泛白细胞减少症、鼻气管炎、杯状病毒病三联疫苗”，即专门针对泛白细胞减少症（猫瘟）、鼻气管炎（猫鼻支）、杯状病毒病（鼻结膜炎）的猫用疫苗。上述三类疾病感染率、死亡率、治愈难度均较高，因此具备较大接种刚性，通常幼猫出生第一年需要注射 2-3 次，之后每年只需注射一次来保持免疫强度。2023 年 8 月，瑞普生物等公司研制的 3 款猫三联疫苗首批通过应急评价，标志着国产猫三联灭活疫苗正式实现突破。此后科前生物等公司参研的多款猫三联疫苗陆续通过应急评价。2024 年 1 月，首批通过应急评价的 3 款猫三联灭活疫苗获得了由农业农村部核发的兽药产品批准文号批件，2024 年预计陆续上市销售。

图41：猫三联灭活疫苗用途及用法

【主要成分与含量】 含灭活的猫鼻气管炎病毒 RPVF0304 株、杯状病毒 RPVF0207 株、猫泛白细胞减少症病毒 RPVF0110 株，灭活前猫鼻气管炎病毒含量为 $10^{8.0}$ TCID₅₀/ml，猫杯状病毒含量为 $10^{6.5}$ TCID₅₀/ml，猫泛白细胞减少症病毒含量为 $10^{6.5}$ TCID₅₀/ml。

【性状】 静置后，上层为浅粉色澄清液体，下层有少量灰白色沉淀，振摇后呈均匀混悬液。

【作用与用途】 用于预防猫鼻气管炎、杯状病毒病和泛白细胞减少症。二免后 21 日产生免疫力，免疫持续期为 12 个月。

【用法与用量】 皮下或肌肉注射，1.0ml/次。8 周龄及 8 周龄以上猫首免 1.0ml，3 周后二免 1.0ml，以后每年加强免疫 1 次。

资料来源：畜牧兽医局，国信证券经济研究所整理（注：上图为“猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（RPVF0304 株+RPVF0207 株+RPVF0110 株）”说明书内容）

表9：瑞普生物自研的猫三联疫苗于 2023 年首批通过农业农村部应急评价

获批时间	兽药名称	研制单位
2023 年 8 月 22 日	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（RPVF0304 株+RPVF0207 株+RPVF0110 株）	天津瑞普生物技术股份有限公司、天津瑞普生物技术股份有限公司空港经济区分公司、瑞普（保定）生物药业有限公司
2023 年 8 月 22 日	猫鼻气管炎、猫杯状病毒病、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗（WX 株+SH14 株+0918 株）	中国农业科学院上海兽医研究所、唐山怡安生物工程有限公司、哈药集团生物疫苗有限公司
2023 年 8 月 22 日	猫泛白细胞减少症、鼻气管炎、杯状病毒病三联灭活疫苗（HBX05 株+BJS01 株+BJH13 株）	泰州博莱得利生物科技有限公司、北京博莱得利生物技术有限责任公司、中瑞动检（北京）生物技术有限公司

2023年10月17日	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（WH-2017株+LZ-2016株+CS-2016株）	华中农业大学、武汉科前生物股份有限公司、云南生物制药有限公司、华派生物技术（集团）股份有限公司
2023年12月6日	猫泛白细胞减少症、杯状病毒病、鼻气管炎三联灭活疫苗（708株+60株+64株）	普莱柯生物工程股份有限公司、洛阳惠中生物技术有限公司、洛阳惠中动物保健有限公司、河南新正好生物工程有限公司、普莱柯（南京）生物技术有限公司
2023年12月6日	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（HBJ06株+CHZ05株+PSY01株）	中牧实业股份有限公司

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

从行业层面来看，国内猫三联疫苗市场广阔。目前国内宠物猫数量正逐年快速增长（2023年6980万只，同比+6.8%）但猫三联疫苗渗透率较低（10%左右）且此前主要被进口疫苗垄断（硕腾旗下的“妙三多占据市场主要份额”）。按照当前约7000万只猫、远期50%+渗透率、50元/头份价格、每年1-2两次接种频率大体估算，猫三联疫苗市场容量有望达到20-30亿元。未来在市场容量提升和国产替代驱动下，国产猫三联疫苗销售规模有望实现快速增长。

图42：目前国内宠物猫数量正逐年快速增长（单位：万只）



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，国信证券经济研究所整理

图43：目前国内宠物疫苗市场份额主要被进口品牌产品占据



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，国信证券经济研究所整理

从公司层面来看，瑞普生物在猫三联疫苗领域具备三重优势。（1）时间方面：公司旗下国产猫三联灭活疫苗“瑞喵舒”是国内首批通过应急评价且首批获得生产销售批准文号的，进而得以率先推向市场，先发优势明显。参考公司最新披露，其猫三联疫苗“瑞喵舒”在2024Q1已正式推向市场并实现销售收入1200万元。（2）产品方面：公司猫三联疫苗“瑞喵舒”具备毒株更匹配、高抗原含量、高纯度高安全三大优势。（3）渠道方面：公司已在全国布局超过40家经销商，并通过瑞派宠物医院及中瑞供应链的核心渠道推广，现已覆盖近5,000家终端门店。后续依靠高品质、好口碑和强渠道，公司猫三联疫苗产品有望快速推向市场。

表10：“瑞喵舒”是国内首批获得批准文号的国产猫三联疫苗之一

企业名称	通用名	商品名	批准日期
硕腾生物	猫鼻气管炎、嵌杯病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗		2022/7/5
怡安生物	猫鼻气管炎、猫杯状病毒病、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗（WX株+SH14株+0918株）		2024/1/18
瑞普生物	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（RPVF0304株+RPVF0207株+RPVF0110株）	瑞喵舒	2024/1/18
华派生物	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（WH-2017株+LZ-2016株+CS-2016株）	猫康宁	2024/3/5
科前生物	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（WH-2017株+LZ-2016株+CS-2016株）	科秒优	2024/3/5
哈药集团	猫鼻气管炎、猫杯状病毒病、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗（WX株+SH14株+0918株）	妙多安	2024/5/21

资料来源：国家兽药基础数据库，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

原料药及制剂业务：销量方面，随氟苯尼考产能释放、规模养殖客户拓展、下游养殖盈利改善带动用药需求，公司原料药及制剂产品销量 2024-2025 年有望维持较快增长。单价及毛利率方面，随下游养殖需求改善，二者均有望在 2024-2025 年明显回暖，但考虑到 2026 年畜禽养殖景气可能回落，届时或对毛利率表现产生压制。我们预计公司自有品牌业务 2024-2026 年营收为 12.87/16.05/16.23 亿元，同比增速 18.76%/24.74%/1.08%，毛利率为 41.23%/42.23%/40.23%。

禽用生物制品业务：收入方面，大客户拓展叠加禽产业景气回升有望带动公司禽苗销售表现。毛利率方面，公司在市场苗领域具备领先地位，后续随新品推出及禽养殖景气改善，公司毛利率有望在 2024-2025 年期间持续提升，但考虑到 2026 年畜禽养殖景气可能回落，届时或对毛利率表现产生压制。我们预计公司禽用生物制品业务 2024-2026 年营收为 9.75/10.28/10.59 亿元，同比增速为 5.00%/5.50%/3.00%，毛利率为 65.37%/66.37%/65.37%。

其他业务：公司其他业务收入主要来自畜用生物制品、宠物药品和宠物生物制品。

(1) 畜用生物制品业务：公司 2024 年完成对必威安泰并表（必威安泰 2023 年收入为 2.25 亿元），预计带来明显增量，同时考虑到公司正持续推出新品且养殖景气有望在 2024-2025 年回升，公司猪用生猪制品收入有望维持较好增长，预计其 2024-2026 年同比增速分别为 174%/7.5%/2%。

(2) 宠物药品业务：公司新品进入兑现期且具备渠道优势，后续有望稳步放量，预计宠物药品收入 2024-2026 年同比增速分别为 89%/40%/29%。

(3) 宠物生物制品：公司猫三联灭活疫苗已于 2024Q1 上市且已于 Q1 实现 1200 万元收入，后续凭借先发、产品、渠道三重优势有望快速放量，预计宠物生物制品收入 2024-2026 年同比增速分别为 1672%/43%/30%。

综合来看，我们预计公司其他业务 2024-2026 年营收为 5.75/6.64/7.32 亿元，同比增速为 142.54%/15.46%/10.29%，毛利率为 55.00%/57.50%/60.00%。

表 11: 瑞普生物主营业务收入拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主业总收入 (百万元)	2007.14	2084.25	2,248.96	2836.41	3297.32	3413.80
yoy	0.34%	3.84%	7.90%	26.12%	16.25%	3.53%
主业总毛利 (百万元)	1039.77	1009.64	1,117.45	1483.83	1741.96	1784.27
毛利率	51.80%	48.44%	49.69%	52.31%	52.83%	52.27%
原料药及制剂收入 (百万元)	946.11	974.59	1,083.78	1287.07	1605.53	1622.89
yoy	6.87%	3.01%	11.20%	18.76%	24.74%	1.08%
原料药及制剂毛利 (百万元)	401.29	368.91	425.13	530.62	677.96	652.83
原料药及制剂毛利率	42.41%	37.85%	39.23%	41.23%	42.23%	40.23%
禽用生物制品收入 (百万元)	910.5	895.65	928.24	974.65	1028.26	1059.11
yoy	-5.33%	-1.63%	3.64%	5.00%	5.50%	3.00%
禽用生物制品毛利 (百万元)	566.35	563.77	597.52	637.14	682.47	692.35
禽用生物制品毛利率	62.20%	62.95%	64.37%	65.37%	66.37%	65.37%
其他业务收入 (百万元)	150.53	214.01	236.94	574.68	663.53	731.80
yoy	-1.87%	42.17%	10.71%	142.54%	15.46%	10.29%
畜用生物制品	158.93	129.65	140.62	384.68	413.53	421.80
yoy	-1.97%	-18.42%	8.46%	173.56%	7.50%	2%
宠物药品		43.99	26.52	50	70	90
yoy			-39.71%	88.54%	40.00%	28.57%
宠物生物制品		5.93	3.95	70	100	130
yoy			-33.39%	1672.15%	42.86%	30.00%
其他业务毛利 (亿元)	72.13	76.96	94.8	316.08	381.53	439.08
其他业务毛利率	47.92%	35.96%	40.01%	55.00%	57.50%	60.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

表 12: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2249	2836	3297	3414
营业成本	1132	1353	1555	1630
销售费用	371	465	537	553
管理费用	158	174	197	201
研发费用	173	199	224	225
财务费用	19	38	48	43
营业利润	565	645	772	800
利润总额	567	655	784	811
归属于母公司净利润	453	524	627	649
EPS	0.97	1.12	1.34	1.39
ROE	10.07%	10.98%	12.28%	11.86%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年收入分别为 28.02/32.97/34.14 亿元, 归属母公司净利润 5.24/6.27/6.49 亿元, 利润年增速分别为 15.7%/19.6%/3.4%。每股收益 2024-2026 年分别为 1.12/1.34/1.39 元。

盈利预测的敏感性分析

表 13: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,084	2,249	2,895	3,413	3,545
(+/-%)	3.8%	7.9%	28.7%	17.9%	3.9%
净利润(百万元)	347	453	724	869	904
(+/-%)	-16.0%	30.6%	59.8%	20.1%	4.0%
摊薄 EPS	0.74	0.97	1.55	1.86	1.94
中性预测					
营业收入(百万元)	2,084	2,249	2,836	3,297	3,414
(+/-%)	3.8%	7.9%	26.1%	16.2%	3.5%
净利润(百万元)	347	453	524	627	649
(+/-%)	-16.0%	30.6%	15.7%	19.6%	3.4%
摊薄 EPS(元)	0.74	0.97	1.12	1.34	1.39
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,084	2,249	2,778	3,184	3,285
(+/-%)	3.8%	7.9%	23.5%	14.6%	3.2%
净利润(百万元)	347	453	337	404	413
(+/-%)	-16.0%	30.6%	-25.7%	20.1%	2.3%
摊薄 EPS	0.74	0.97	0.72	0.87	0.89
总股本(百万股)	468	466	466	466	466

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 17.8-19.1 元，给予“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：17.8-18.8 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表 14：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	0.34%	3.84%	7.90%	26.12%	16.25%	3.53%	10.00%	10.00%
营业成本/营业收入	48.20%	51.56%	50.31%	47.69%	47.17%	47.73%	47.63%	47.53%
管理费用/营业收入	6.40%	5.89%	5.98%	5.80%	5.70%	5.60%	5.50%	5.40%
研发费用/营业收入	5.86%	6.37%	7.69%	7.00%	6.80%	6.60%	6.40%	6.20%
销售费用/销售收入	18.88%	16.51%	16.49%	16.39%	16.29%	16.19%	16.09%	15.99%
营业税及附加/营业收入	0.95%	0.98%	0.99%	0.97%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%
所得税税率	11.11%	9.68%	9.82%	9.75%	9.79%	9.77%	9.78%	9.77%
股利分配比率	45.43%	56.41%	38.74%	46.86%	47.34%	44.32%	46.17%	45.94%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表 15：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	9.75%
无风险利率	2.10%	Ka	9.53%
股票风险溢价	6.75%	有杠杆 Beta	1.27
公司股价（元）	15.15	Ke	10.67%
发行在外股数（百万）	466	E/(D+E)	85.41%
股票市值(E, 百万元)	7064	D/(D+E)	14.59%
债务总额(D, 百万元)	1207	WACC	9.81%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

表 16：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.6%	9.7%	9.81%	9.9%	10.0%
永续增长率变化	2.2%	19.28	18.94	18.62	18.30	17.99
	2.1%	19.09	18.76	18.44	18.13	17.83
	2.0%	18.91	18.59	18.27	17.97	17.67
	1.9%	18.73	18.41	18.11	17.81	17.52
	1.8%	18.56	18.25	17.95	17.65	17.37

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：18.0-19.1 元

我们采用 PE 法进行估值, 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.12/1.34/1.39 元。基于收入规模和业务构成, 我们选取生物股份、中牧股份、普莱柯作为可比标的:

生物股份: 公司主营畜禽生物制品, 在口蹄疫疫苗、高致病性禽流感疫苗等强免疫疫苗领域占据领先地位, 参研的非洲猪瘟亚单位疫苗已提交应急评价。2023 年, 公司生物制药收入为 14.71 亿元, 于总收入中占比为 92%。

中牧股份: 公司主营畜禽生物制品、原料药及制剂等业务, 在口蹄疫疫苗、高致病性禽流感疫苗等强免疫疫苗领域占据重要地位, 参研的猫三联灭活疫苗已经通过农业农村部应急评价, 参研的非洲猪瘟亚单位疫苗已提交应急评价。2023 年, 公司兽药、生物制品收入分别为 12.64/10.09 亿元, 于总收入中占比分别为 23%/19%。

普莱柯: 公司主营畜禽生物制品、兽用化药、宠物生物制品等业务, 是国内头部畜禽疫苗企业之一, 参研的猫三联灭活疫苗已经上市销售, 参研的非洲猪瘟亚单位疫苗已提交应急评价。2023 年, 公司猪用疫苗、禽用疫苗及抗体、化药收入分别为 4.34/4.16/3.79 亿元, 于总收入中占比分别为 35%/33%/30%。

公司与生物股份均涉足畜禽疫苗且在口蹄疫疫苗、高致病性禽流感疫苗领域均有布局, 但考虑到公司参研的非洲猪瘟疫苗进展落后于生物股份, PE 估值水平预计低于生物股份。公司和中牧股份、普莱柯均涉足畜禽疫苗及化药领域且均已布局猫三联疫苗, 但考虑到瑞普生物参研的非洲猪瘟疫苗进展落后于中牧股份和普莱柯, 因此 PE 估值水平预计难及中牧股份和普莱柯。最终参考公司历史估值水平和行业平均估值水平, 给予公司 16-17x 市盈率, 对应 2024 年股价区间为 17.98-19.11 元。

表 17: 国内上市疫苗企业经营指标一览

证券代码	证券名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			ROE-摊薄 (%)		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
600195.SH	中牧股份	53.02	58.92	54.06	5.14	5.50	4.03	10.46	10.39	7.30
600201.SH	生物股份	17.76	15.29	15.98	3.82	2.11	2.84	7.25	4.15	5.28
300119.SZ	瑞普生物	20.07	20.84	22.49	4.13	3.47	4.53	10.24	8.21	10.07
603566.SH	普莱柯	10.99	12.28	12.53	2.44	1.74	1.75	13.56	6.22	6.41
688526.SH	科前生物	11.03	10.01	10.64	5.71	4.10	3.96	18.10	11.71	10.32
688098.SH	申联生物	3.58	3.29	3.01	1.10	0.61	0.32	7.45	4.08	2.12
839729.BJ	永顺生物	3.64	3.49	3.14	0.91	0.86	0.58	12.95	12.36	8.68
603718.SH	海利生物	3.47	3.00	2.41	0.54	1.22	0.63	5.36	10.66	5.17

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

表 18: 瑞普生物同类公司估值比较

代码	简称	收盘价 (6月4日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600201.SH	生物股份	8.06	0.34	0.43	0.51	24	19	16	畜禽生物制品等
600195.SH	中牧股份	8.63	0.52	0.65	0.73	17	13	12	畜禽生物制品、原料药及制剂等
603566.SH	普莱柯	16.11	0.66	0.81	0.93	24	20	17	畜禽生物制品、原料药及制剂、宠物生物制品等
	平均值					22			
300119.SZ	瑞普生物	15.15	1.12	1.34	1.39	13	11	11	畜禽生物制品、原料药及制剂、宠物生物制品、宠物药品等

资料来源：WIND、国信证券经济研究所（注：生物股份、中牧股份、普莱柯盈利预测参考 Wind 一致预测）

图 44：瑞普生物历史市盈率



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 17.8-19.1 元之间，相对于公司目前股价约有 20%-30%溢价空间，给予“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 26.1%/16.2%/3.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 52.3%/52.8%/52.3%，可能存在对公司单价估计偏高、成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 17.8-19.1 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.10%、风险溢价 6.75%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长、产能释放、新品推广不及预期，可能会造成估值下修的风险。

经营风险

◆ 不可控的动物疫情引发的潜在风险

疫病活跃程度通常与养殖密度成正相关关系，且在售价持续低迷的情况下，养殖户在防疫投入方面可能出现松懈，以非洲猪瘟、禽流感为代表的各类疫病可能出现抬头迹象，导致国内畜禽存栏量减少，从而影响对上游动保产品的总体需求量，使相关公司经营业绩存在短期大幅下滑的风险。

◆ 下游养殖规模化进程不及预期的风险

公司正积极拓展集团客户渠道，规模化企业销售比例未来大概率将不断提升，若规模化企业的产能扩张不及预期，将直接影响相关公司收入增速。

◆ 疫苗批发进度不及预期的风险

对于兽用生物制品企业，疫苗批发进度将影响公司的新品推出进度，进而对公司新产品销售造成影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	384	335	492	350	387	营业收入	2084	2249	2836	3297	3414
应收款项	782	1002	1166	1265	1216	营业成本	1075	1132	1353	1555	1630
存货净额	367	390	457	523	550	营业税金及附加	20	22	28	32	33
其他流动资产	1560	1536	1703	2233	2232	销售费用	344	371	465	537	553
流动资产合计	3093	3263	3818	4371	4384	管理费用	143	158	174	197	201
固定资产	1562	1635	1717	1811	1881	研发费用	133	173	199	224	225
无形资产及其他	259	238	230	221	213	财务费用	17	19	38	48	43
投资性房地产	815	1006	1006	1006	1006	投资收益	4	15	15	15	15
长期股权投资	377	453	453	453	453	资产减值及公允价值变动	51	61	50	55	55
资产总计	6106	6596	7224	7862	7937	其他收入	(123)	(58)	(199)	(224)	(225)
短期借款及交易性金融负债	686	556	500	599	200	营业利润	417	565	645	772	800
应付款项	397	562	502	632	687	营业外净收支	(3)	1	10	12	11
其他流动负债	227	227	272	319	327	利润总额	414	567	655	784	811
流动负债合计	1310	1345	1274	1550	1214	所得税费用	40	56	64	77	79
长期借款及应付债券	191	307	707	707	707	少数股东损益	27	58	67	80	83
其他长期负债	104	139	123	113	116	归属于母公司净利润	347	453	524	627	649
长期负债合计	295	446	830	820	823	现金流量表（百万元）					
负债合计	1605	1791	2104	2371	2038	净利润	347	453	524	627	649
少数股东权益	280	309	344	387	433	资产减值准备	(3)	10	3	1	1
股东权益	4222	4496	4775	5105	5466	折旧摊销	107	138	176	191	205
负债和股东权益总计	6106	6596	7224	7862	7937	公允价值变动损失	(51)	(61)	(50)	(55)	(55)
						财务费用	17	19	38	48	43
关键财务与估值指标						营运资本变动	(755)	(200)	(426)	(527)	92
每股收益	0.74	0.97	1.12	1.34	1.39	其它	15	25	33	41	45
每股红利	0.42	0.38	0.53	0.64	0.62	经营活动现金流	(340)	366	259	279	936
每股净资产	9.02	9.64	10.24	10.95	11.72	资本开支	0	(259)	(201)	(223)	(212)
ROIC	6.88%	7.02%	10%	11%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8.21%	10.07%	10.98%	12.28%	11.86%	投资活动现金流	(102)	(335)	(201)	(223)	(212)
毛利率	48%	50%	52%	53%	52%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBIT Margin	18%	18%	22%	23%	23%	负债净变化	101	116	200	0	0
EBITDA Margin	23%	24%	28%	29%	29%	支付股利、利息	(196)	(175)	(246)	(297)	(287)
收入增长	4%	8%	26%	16%	4%	其它融资现金流	(294)	38	(56)	99	(399)
净利润增长率	-16%	31%	16%	20%	3%	融资活动现金流	(483)	(80)	98	(197)	(687)
资产负债率	31%	32%	34%	35%	31%	现金净变动	(926)	(49)	157	(142)	37
股息率	2.8%	2.5%	3.5%	4.2%	4.1%	货币资金的期初余额	1310	384	335	492	350
P/E	20.5	15.6	13.5	11.3	10.9	货币资金的期末余额	384	335	492	350	387
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	34	107	118	781
EV/EBITDA	18.2	16.6	11.5	10.0	9.3	权益自由现金流	0	188	216	174	343

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032