

瑞普生物（300119.SZ）： 主营业务稳健发展，新业务版图未 来可期

农林牧渔行业首席分析师：周莎

SAC NO: S1120519110005

2024年5月17日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

contents

- 01 公司为我国动保行业领军企业
- 02 下游基本面逐步改善，行业景气度有望底部回升
- 03 主营业务经营稳健，看好合成生物业务未来发展
- 04 盈利预测与投资建议
- 05 风险提示

- ◆ **公司为我国动保行业领军企业。**2014-2023年，公司营业收入由5.85亿元稳定增长至22.49亿元，CAGR+16%；从归母净利润来看，2010-2018年，公司归母净利润在1亿元左右波动，2019年受益于行业集中度提升，公司归母净利润同比大增63%，2022年受下游低景气拖累有所下降，2023年随着宠物产品等新产品的上市及持续深化与养殖集团的合作深度，公司实现归母净利润4.53亿元，创历史新高。**下游基本面逐步改善，行业景气度有望底部回升：**（1）原料药、化药制剂及生物制剂市场规模占据主要市场份额，相比于全球，我国动保行业集中度有望进一步提升。（2）动保为典型的后周期行业，业绩与下游盈利水平强相关，随着产能去化养殖基本面逐步改善，动保景气度有望底部回升。（3）宠物经济方兴未艾，宠物消费品中宠物医疗占比29%，其中药苗占比为13%，比例上高于传统经济动物，宠物动保发展前景广阔。（4）合成生物学作为未来产业之一，具有高成长性、战略性和先导性，且目前正处于政策风口。
- ◆ **主营业务经营稳健，看好新业务未来发展：**（1）公司创新氛围浓厚，软件&硬件设施齐备，2023年研发费用投入居行业第一，且体系完善；（2）禽用生物制品为公司营收的主要来源，2023年营收占比为41%。据我们测算，2015-2018年，公司禽用疫苗市占率稳定在10%左右，2019年，受益于动保行业及下游养殖行业集中度提升，公司禽用疫苗市占率提升至13%，2020年进一步提升至14%。（3）畜用疫苗产品线丰富，未来公司有望受益于养殖行业集中度提升。（4）布局宠物行业多年，目前迎来收获期。（5）2023年公司前瞻性布局合成生物业务，目前正值政策风口。
- ◆ **盈利预测与投资建议：**公司主营业务经营稳健产品矩阵丰富。随着母猪产能持续去化，对应目前生猪供应逐月减少，叠加下半年需求旺季，养殖有望改善推动动保景气上行，基于此，我们上调公司2024-2026年营收26.07/30.61/36.49亿元至26.61/32.06/38.23亿元，上调归母净利润5.02/6.07/7.21亿元至5.41/6.52/7.26亿元，上调EPS1.08/1.30/1.55元至1.16/1.40/1.56元，2024年5月17日收盘价16.76元/股对应24-26年PE分别为14/12/11X，维持“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**动物疫情风险，市场竞争风险，产品开发风险，合成生物业务推进不及预期，2019-2020年公司及部分高管由于营销中心以员工个人名义开设账户收取客户款项，且部分款项未纳入公司账户存储及账务核算收到警示函。

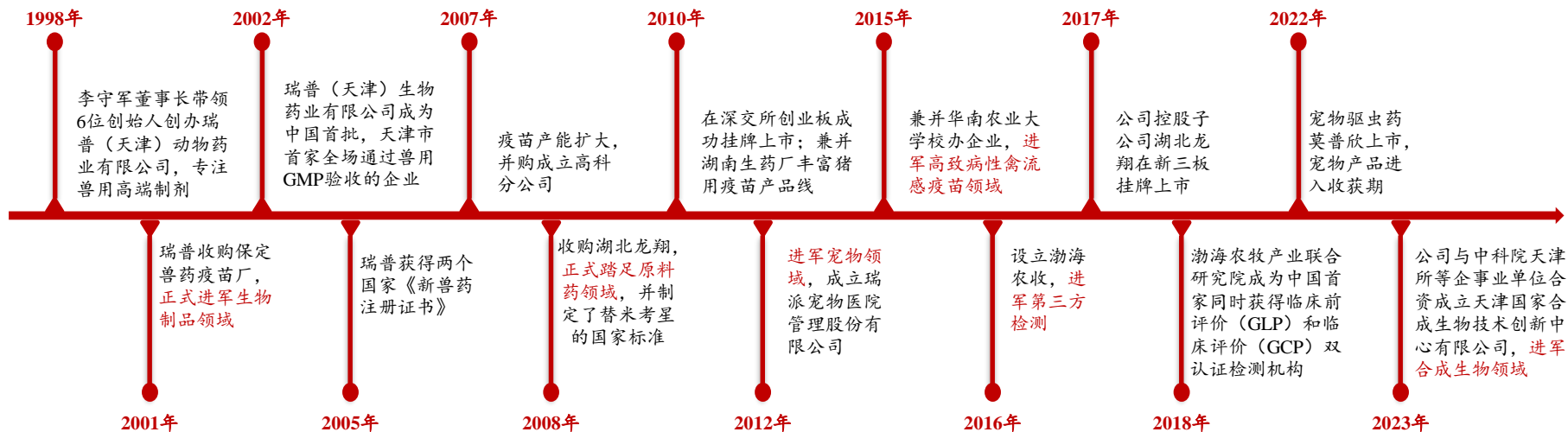


01 公司为我国动保行业领军企业

1.1 制剂起家，逐步成长为业务多元的高新技术企业

◆ 公司为我国动保行业领军企业。1998年李守军董事长带领6位创始人创办的瑞普（天津）动物药业有限公司，主要专注高端制剂。2001年，瑞普收购保定兽药疫苗厂，正式进军生物制品领域，2022年瑞普（天津）生物药业有限公司成为公司首批、天津市首家全场通过兽用GMP验收的企业；2007年，公司疫苗产能扩大，并购成立高科分公司；2010年，公司在深交所挂牌上市并兼并湖南生药厂丰富猪用疫苗产品线；2012年，进军宠物领域，成立瑞普宠物医院管理股份有限公司；2015年，兼并华南农业大学校办企业，进军高致病性禽流感疫苗领域；2017年，公司控股子公司湖北龙翔在新三板挂牌上市；2022年公司宠物驱虫药莫普欣上市，宠物产品进入收获期；2023年，公司出资2000万元与中科院天津所等企事业单位合资成立天津国家合成生物技术创新中心有限公司，正式进军合成生物领域。

图1 公司发展历程



1.1 业务板块众多，母子公司协同发展

◆ 1998年创建至今，公司共建有11个兽药GMP生产基地，拥有96条产品线，5个研究院，业务涉及兽用生物制品、化药制剂、中药制剂、功能性添加剂、消毒剂、原料药六大领域。截止2023年年底，公司共有20家参控股公司，其中瑞普空港、瑞普保定、保定收骏、华南农大生物和湖南中岸等公司负责公司生物制品业务；天津瑞普、瑞普高科、瑞普大地、湖北龙翔和瑞象生物等公司负责公司药物板块业务；蓝瑞生物独立运营公司宠物板块业务，并且与瑞派宠物医院等深度合作；另外公司还有新兴产业，代表性公司包括合成生物中心、瑞久创投、中农瑞普和赛瑞多肽。

图2 公司主要业务板块



资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

1.1 产品品类齐全，禽畜养殖基本全覆盖

◆公司产品主要用于家禽、家畜、宠物、水禽、反刍等动物，品类齐全，截止2023年年底拥有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。产品已基本覆盖禽畜养殖业所面临的主要动物疫病，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，也是国内在生物制品、制剂和原料药领域均具有较强竞争优势的头部企业之一。

表1 公司部分代表性产品

种属	商品名	通用名
禽	禽元	重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗(H5N2rHN5801株+rGD59株, H7N9rHN7903株)
	优瑞康	鸡新城疫、禽流感(H9亚型)二联灭活疫苗(La Sota株+HP株)
	信法泰	鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感(H9亚型)三联灭活疫苗(LaSota株+BJQ902株+WD株)
	双欣立克	鸡马立克氏病I、III型二价活疫苗(CVI988株+FC126株)
畜	诸元安	猪圆环病毒2型灭活疫苗(ZJ/C株, 悬浮培养)
	维乐复康	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗(HB08株+ZJ08株)
	诸连富	猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗
	文易舒	猪繁殖与呼吸综合征活疫苗(R98株)
反刍	结豆康	山羊痘活疫苗
	必服康	牛传染性鼻气管炎灭活疫苗(C1株)
	倍汝宁	硫酸头孢喹肟乳房注入剂(泌乳期)
	蹄舒安	蹄浴液
宠物	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)
	瑞可林	克林霉素磷酸酯颗粒
	瑞美静	盐酸右美托咪定注射液
	伊尔舒	复方制霉菌素软膏
原料药		托曲珠利

1.2 公司营收稳步增长，2023年归母净利润创历史新高

◆从营业收入来看，2014-2023年，公司营业收入由5.85亿元稳定增长至22.49亿元，CAGR+16%，2020年国内禽畜养殖行业集中度大幅提升，公司凭借全面的产品线及快速响应和技术行销服务模式，提升产品覆盖率、市占率和品牌认可度，推动公司收入实现高增长，2020年营收yoy+36%；2020-2023年，公司营收维持高位且持续增长；从归母净利润来看，2010-2018年，公司归母净利润在1亿元左右波动，2019年受益于行业集中度提升，公司归母净利润同比大增63%，2020年由于下游养殖行业集中度提升，公司抓住机会提升市占率，叠加产品营销结构改善及产能释放，公司归母净利润继续大幅增长。2022年受下游低景气拖累有所下降，2023年随着宠物产品等新产品的上市及加深与养殖集团的深度合作，公司实现归母净利润4.53亿元，创历史新高。

图3 2014年以来公司营收稳定增长

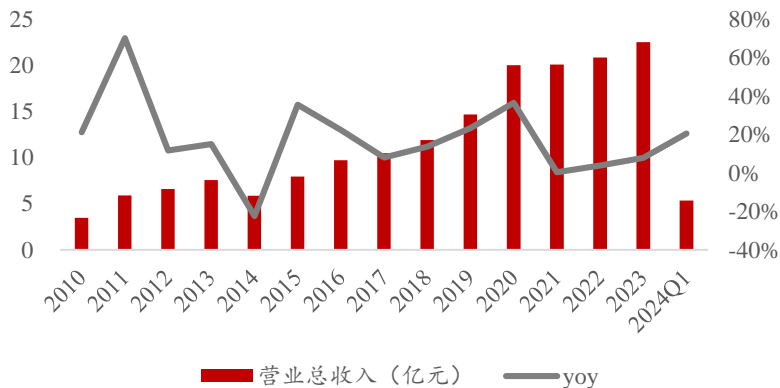
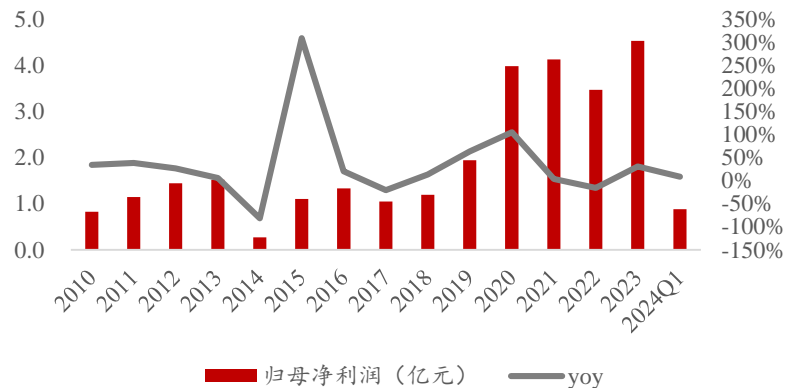


图4 2023年公司归母净利润创历史新高



1.2 原料药及制剂&兽用生物制品业务为营收毛利主要来源

◆ **原料药及制剂以及禽用生物制剂业务为公司营收和毛利的主要来源。**从公司营收构成来看，2018-2023年，公司原料药及制剂业务营收占比呈现先降后增的趋势，2023年营收占比为48%；禽用生物制品营收占比呈现先增后降的趋势，由2018年的37%增至2019年的51%，后逐渐降至2023年的41%。2019-2022年，原料药及制剂和禽用生物制品营收占比近年来维持在90%以上，2023年降至89%，主要是由于公司宠物板块的放量。2023年公司制剂及原料药实现毛利4.25亿元，兽用生物制品实现毛利7.02亿元，公司原料药及制剂以及禽用生物制品毛利率一直维持在较高水平，其中禽用生物制品毛利率常年维持在60%以上，原料药及制剂业务毛利率水平近年来由40%降至39%。

图5 原料药及制剂以及禽用生物制品为公司主要收入来源

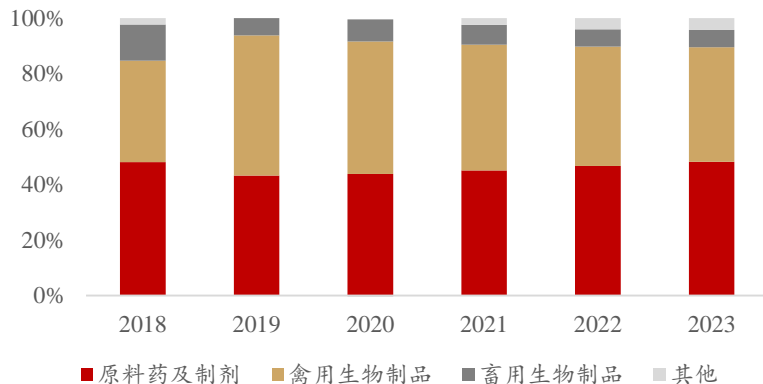
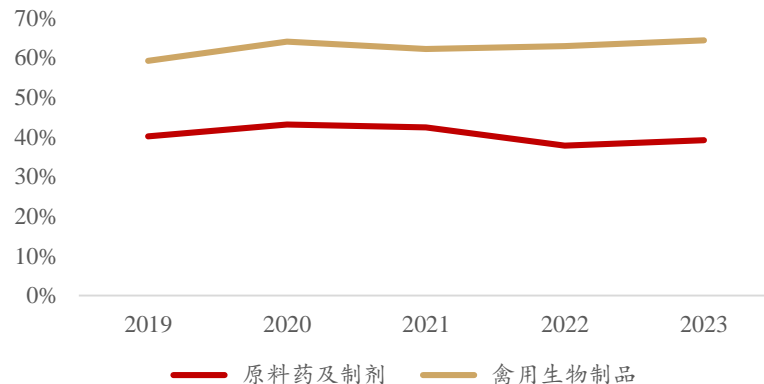


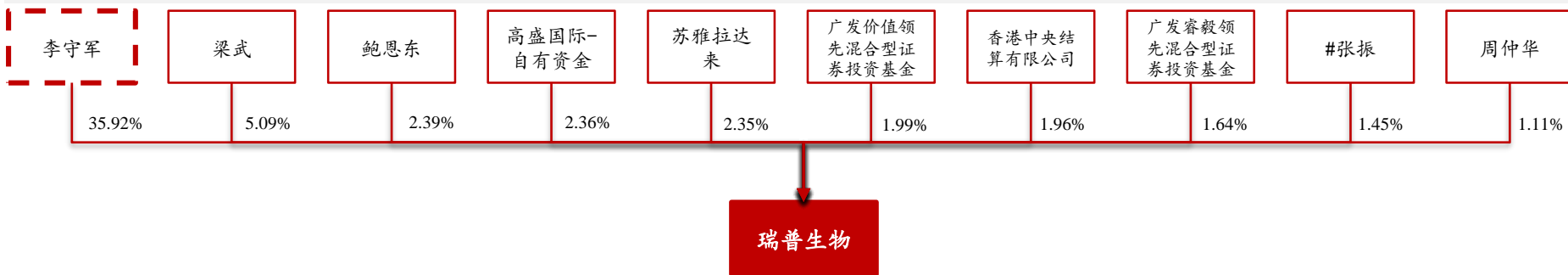
图6 公司主要业务板块毛利率情况



1.3 高管集中持股，股权结构稳定

- ◆ 公司控股股东及实际控制人为公司创始人及董事长李守军先生。截止2024年3月底，李守军先生持股比例为35.92%，为公司第一大股东；梁武先生持股比例5.09%，为公司第二大股东；鲍恩东先生持股比例为2.39%，为公司第三大股东。公司前十大股东持股比例约为56.26%（计算存在尾差），股权集中，结构稳定。

图7 公司前十大股东持股情况（截止2024年一季度）





02 下游基本面逐步改善，行业景气度有望底部回升

2.1 兽药产业销售额上涨，生物制剂及化药占据主要份额

◆我国兽药产业销售额呈现上涨趋势，原料药、化药制剂及生物制剂市场规模占比超过90%。据公司公告，根据中国兽药协会《2022年度兽药产业发展报告》，中国兽药产业总销售额673.45亿元，平均毛利率31.07%。近十年来，除2018年和2022年有所下降外，产业整体呈上升态势，销售额年复合增长率为5.91%。从市场结构来看，2022年，我国生物制品市场规模165.67亿元，原料药市场规模173.02亿元，化药制剂市场规模283.33亿元，中药市场规模51.43亿元，占比分布为24%/26%/42%/8%。

图8 2018-2022年中国兽药产业销售额（亿元）

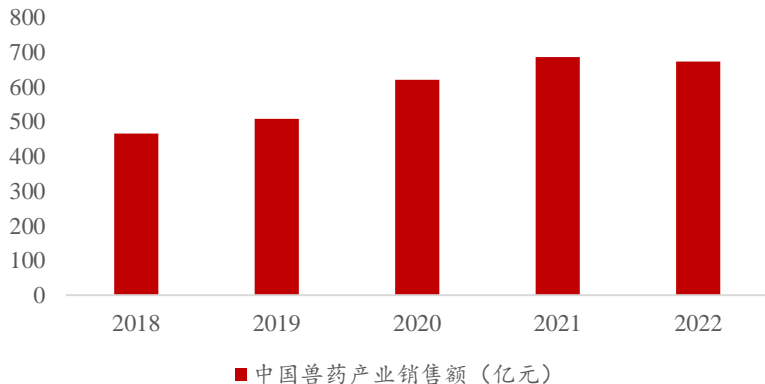
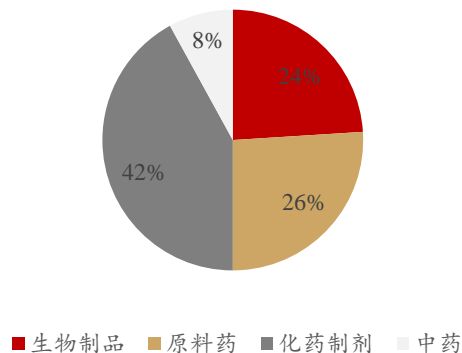


图9 2022年中国兽药市场结构



2.1 动保行业集中度偏低，未来有望进一步提升

◆全球兽药行业发展历史较长，国际上已经形成了几家大型兽药公司，全球兽药行业市场集中度较高，华经产业研究院数据，2019年全球前五大动保厂商分别为硕腾、勃林格殷格翰、默沙东/默克、礼蓝和爱德士，CR5接近55%。而我国兽药行业发展较晚，相比于欧美发达国家存在一定差距，GMP自2006年开始强制实施，新开办的兽药企业必须取得兽药GMP合格证后方可办理《兽药生产许可证》及产品批准文号。兽药行业实行强制GMP认证之前，进入门槛低，行业呈现无序竞争格局，GMP实施之后，随着行业进入壁垒提高，我国兽药行业企业数量大幅下降，大量规模小技术含量低的企业退出市场。据智研咨询数据，2022年，我国动保行业CR5为15%，尽管行业集中度有所提升，相比全球发展来说仍然较低，未来有望进一步集中。

图10 2019年全球前五大动保厂商市占率

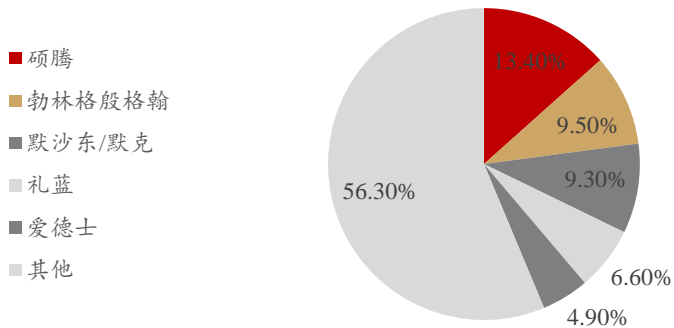
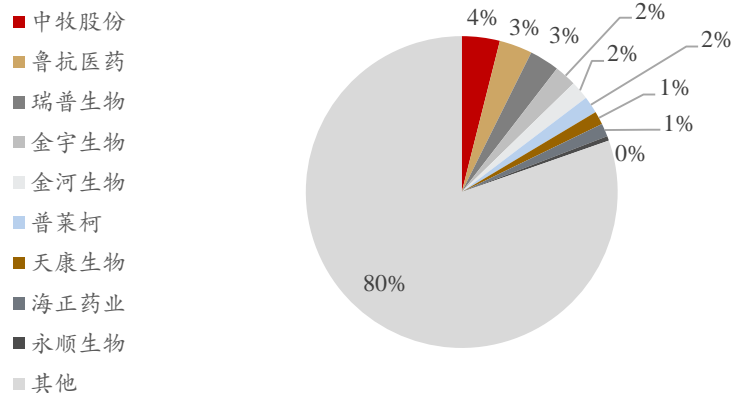


图11 2022年中国动保企业市场份额



2.2 动保为典型后周期行业，业绩与下游强相关

◆ 动保成本是养殖成本的重要组成部分，据牧原股份年报，2023年牧原股份生猪养殖成本中，药品及疫苗费用占成本的比例为5.29%，是除饲料、职工薪酬和折旧以外最大的成本支出。动保行业的后周期属性突出，动保企业的业绩与下游养殖利润、存栏量及疫病发生情况高度相关。当猪价上涨时，一方面利润驱动下养殖户补栏积极性及补栏量增加，防疫需求及疫苗销售随之改善，另一方面，但猪价上涨或较高时，生物资产价值量高，养殖户更有动力使用动保产品或使用更好的产品来保证生物资产的存续。因此猪价上涨时，动保企业产品销售改善且更有可能提价，业绩随之改善；反之，猪价下滑或维持低位时，动保产品需求收缩，动保企业业绩承压。

图12 SW动物保健II板块归母净利润与猪价走势趋同

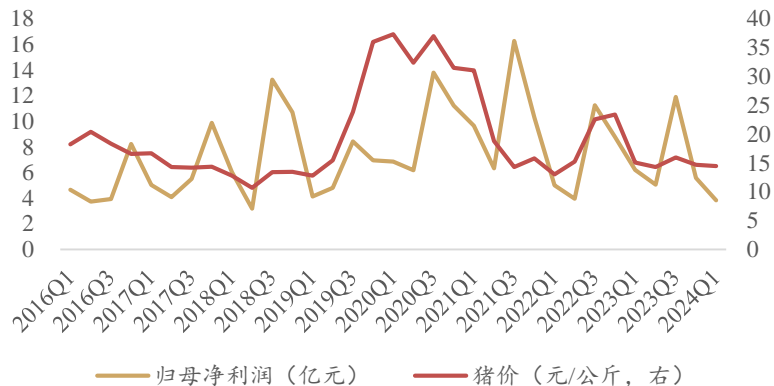
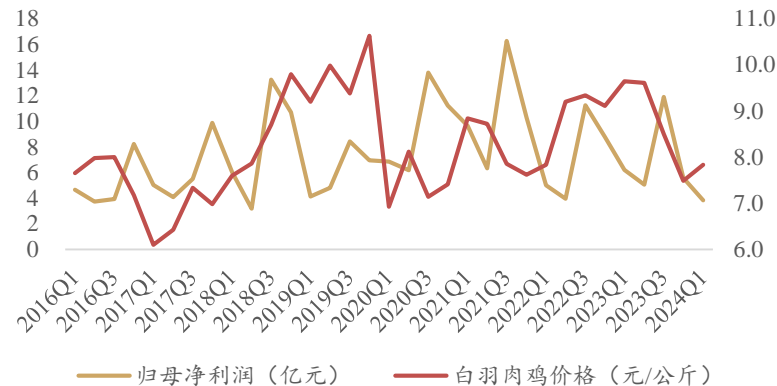


图13 SW动物保健II板块归母净利润与鸡价走势存在相关性



2.2 磨底已近一年，亏损时长空前

- ◆ 2023年全年猪价表现平淡，下游养殖持续亏损。能繁母猪存栏量一般对应10个月后的生猪供应。从近一年各月份对应前10个月能繁母猪存栏量数据来看：（1）2023年2月至3月，（其对应10个月前）能繁母猪存栏量环比分别减少1.94%/0.19%，理论上生猪供应将逐月减少，但此时适逢春节前后，节前养殖端出栏积极，供应充裕，节后为传统消费淡季，消费端疲软，生猪价格持续下降。（2）由于2022年4月开始猪价逐步回暖，2023年4月至11月，（其对应10个月前）能繁母猪存栏量环比持续增加，导致生猪出栏总体供应充足，疫病扰动下7月下旬猪价有所反弹，但仅维持一个月便再度下跌；（3）随着2022年10月猪价高位回落，2023年初能繁母猪存栏环比减少，对应2023年12月至今年2月生猪供应减少。叠加春节备货、极端天气及疫病影响，出现翘尾行情。自繁自养生猪养殖从2023年年初持续亏损至今，至2024年4月底已亏损15个月，且本轮亏损幅度（最大亏损和平均亏损）仅次于2021年下半年和2022年上半年。

图14 2021年至今生猪价格变化

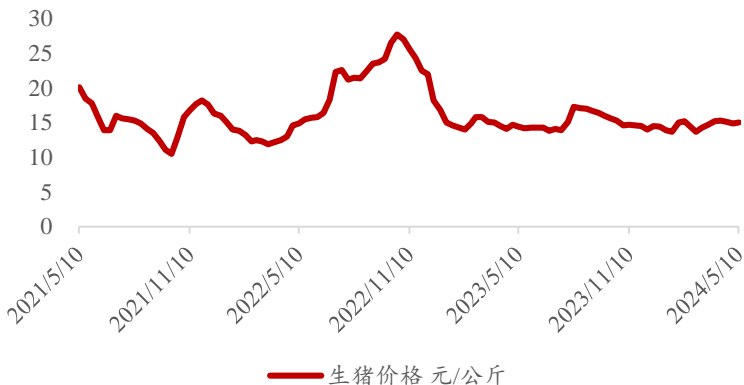
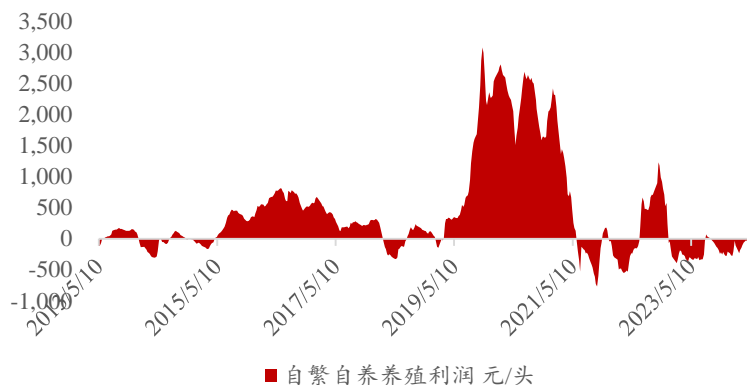


图15 2013年至今自繁自养生猪养殖利润情况



2.2 猪价反转在即，行业基本面有望迎来改善

- ◆ 由于持续亏损，出于减亏考虑，养殖企业可能会相应减少养殖过程中的动保支出，如替换为成本更低的产品，或非必要不使用动保产品。根据钢联的生猪疫苗批签发数据，2023年，猪用疫苗需求出现明显下滑，口蹄疫/伪狂犬/胃肠炎&腹泻二联/蓝耳/流行性腹泻/猪瘟/猪细小/猪乙脑/猪圆环签发数量同比分别-0.3%/-10.0%/-7.9%/-12.0%/+0.8%/-11.1%/-30.8%/-5.4%/-1.1%，由于2023年猪价整体较为低迷，猪用疫苗需求走低。
- ◆ 由于猪价低迷，养殖行业持续亏损，能繁母猪存栏量自2023年1月开始下降（仅6月和9月小幅增长），至2024年3月已累计去化9%，3月能繁母猪存栏量3992万头，接近正常保有量。由于能繁对应10个月后的生猪供应，理论上目前生猪供应正在逐月减少，叠加今年下半年消费旺季和节假日提振，猪价有望回暖，下游盈利改善的背景下，动保行业景气度有望提升。

图16 2023年主要猪用疫苗签发情况

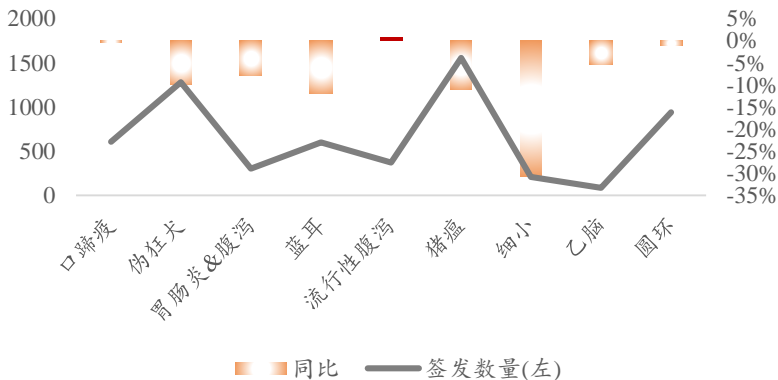
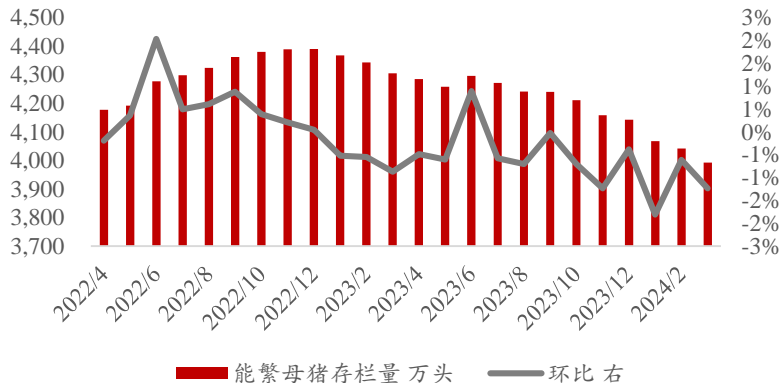


图17 2022年至今能繁母猪存栏量变化情况



2.3 养殖行业集中度持续提升，利好头部动保企业

- ◆ 根据公司公告、公开资料整理测算得，非瘟后生猪养殖行业集中度快速提升，截至2023年年底，2023年我国生猪出栏量居前十的上市公司合计出栏约 14,915 万头，占全国生猪总出栏量的份额约为 20.53%，较 2022 年继续提升。长期来看，下游养殖规模化利好动保需求上行和行业集中度提升。生猪养殖行业呈现出明显的规模化趋势，2019~2023 年头部猪企出栏占比持续提升。
- ◆ 规模养殖场养殖密度大、防疫风险更高，对疫苗的数量需求多、质量要求高。据Wind数据，2010~2018年规模养殖场医疗防疫费用平均高于散养猪场防疫费用4.13元/头，2020年防疫费用差距扩大至7.78元/头。同时，规模猪场倾向于采购大型动保企业优质产品。因此，下游养殖业集中度提升有利于带动动保需求增长和头部企业扩张份额，且动保企业集中度也有望进一步提升。

图18 2023年主要上市猪企生猪出栏量情况

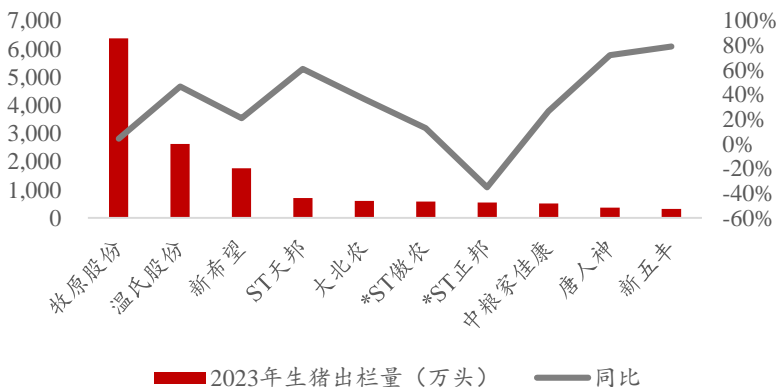
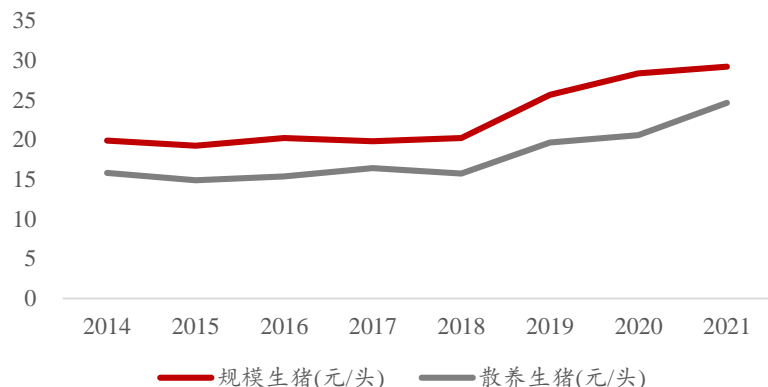


图19 规模生猪与散养生猪防疫费用



2.4 经济增长驱动宠物行业升级，医疗消费为重要组成部分

- ◆ 消费与认知升级驱动中国宠物行业步入升级期，“科学养宠”理念普及，新锐品牌出现爆发式增长，行业正朝着多元化和专业化的方向升级，电商渗透率赶超线下。2023年，城镇宠物（犬猫）消费市场规模为2793亿元，同比+3.2%，增长幅度进一步放缓。其中，犬消费市场规模同比微增0.9%，猫市场规模则持续稳定增长，同比+6%。
- ◆ 据白皮书，从消费结构看，2023年食品市场仍是主要消费市场，市场份额为52%。主粮、零食相对稳定，营养品小幅上升。其次是医疗市场，市场份额为29%，其中，药品、体检小幅上升，诊疗、疫苗有所下降。用品、服务市场份额较低，分别为12.5%、6.8%，但有较高上升空间。
- ◆ 随着经济的发展和进步，宠物经济方兴未艾，且能够为人类提供情绪价值的宠物其消费品具有较高附加值；另外宠物医疗占比29%，其中药苗占比为13%，比例上高于传统经济动物，宠物动保发展前景广阔。

图20 2009-2025E中国宠物市场规模（亿元）

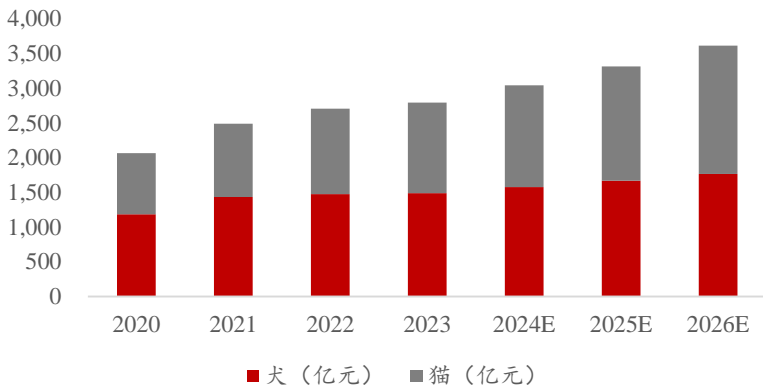
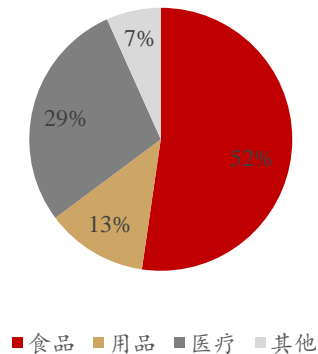


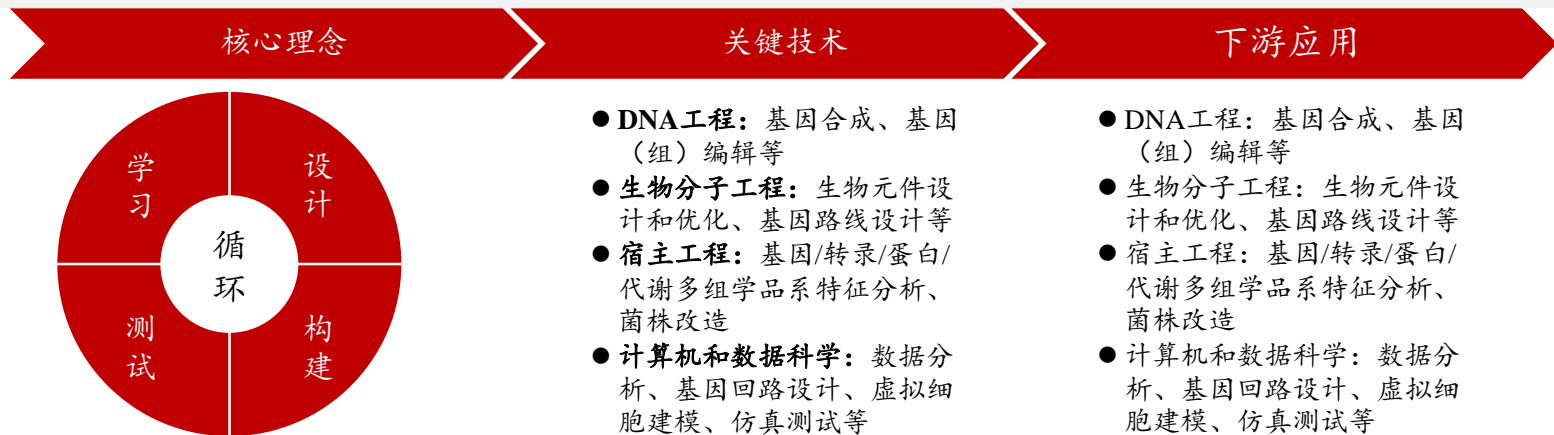
图21 2023年宠物消费结构



2.5 合成生物学：“改造生命” & “创造生命”

- ◆ 据《中国合成生物学产业白皮书2024》，合成生物学是一门基于工程化的设计理念，结合生物学、化学、医学、农学、工程学、计算机与数据科学等交叉学科技术，旨在改造或创造人造生命体系的新兴学科。其定义为：采用工程化的设计理念，改造或创造超越自然功能的人造生命体系（狭义）或功能系统（广义）：（1）狭义：①改造生命：应用基因工程和代谢工程等技术，将全新功能引入活细胞等生命体；也包括在此基础上设计组装的生命——非生物混合系统。②创造生命：体外合成全新生命系统，如人工细胞等。（2）广义：任何对生命有机体关键要素的创新应用，如酶催化合成、无细胞合成、DNA存储等。

图22 合成生物学内涵



2.5 合成生物学解决方案及上中下游产业链特点

◆ 据《中国合成生物学产业白皮书2024》，合成生物学产业链可分为上、中、下游三个环节。上游聚焦使能技术的开发，包括读-写-编-学、自动化/高通量化和生物制造等，关注底层技术颠覆及提效降本；中游是对生物系统及生物体进行设计、改造的技术平台，核心技术为路径开发，注重合成路径的选择以及技术上跑通；下游则涉及人类衣食住行方方面面的应用开发和产品落地，核心技术在于大规模生产的成本、批间差及良品率等的把控。

图23 合成生物学解决方案及上中下游产业链特点



资料来源：《中国合成生物学产业白皮书2024》，华西证券研究所

2.5 兼具降本和绿色低碳，利好政策频繁释出

◆合成生物学为继“DNA双螺旋结构”“基因组技术”之后的第三次生物科技革命，其特点在于绿色低碳，释放出明显的绿色优势。相比于传统的化学合成法、生物发酵法，生物合成法在突破原料限制、提高合成效率等方面发挥了巨大作用，兼具降本增效、绿色环保的显著优势。合成生物学可广泛应用于生物医药、农业、食品与营养、消费个护、高性能材料、大宗化学品等领域，2022年国家发展改革委印发《“十四五”生物经济发展规划》（以下简称“规划”），将生物医药、生物农业、生物质替代应用和生物安全风险防控和治理体系建设作为四大重点发展领域，2023年9月习近平总书记在黑龙江考察调研期间首次提出新质生产力，而合成生物学作为新质生产力之一，概念提出后多地支持合成生物行业发展的政策相继发布。我们认为，合成生物学作为未来产业之一，具有高成长性、战略性和先导性，且目前正处于政策风口，合成生物学在中国处于起步阶段，未来发展空间广阔，值得期待。

表2 多地发布政策支持合成生物学发展

发布时间	发文单位	文件名称	主要内容
2022/5/10	国家发展改革委	《“十四五”生物经济发展规划》	提出要做大做强生物经济
2023/5/25	上海市人民政府	上海市加快合成生物创新策源打造高端生物制造产业集群行动方案（2023-2025年）	提出加快推进上海合成生物技术创新与产业化应用，全力打造高端生物制造产业集群，并对目标、发展重点、重点任务和保障措施进行说明
2023/9/12	杭州市人民政府	关于印发支持合成生物产业高质量发展若干措施的通知	提出支持合成生物产业高质量发展的3条措施
2023/10/31	常州市科技局	关于支持合成生物产业高质量发展的若干措施	明确到2027年全市合成生物产业产值超1000亿元
2024/1/9	滨湖区科技局	合成生物产业创新发展规划	规划到2026年，全区合成生物产业规模达到50亿，年均增幅15%以上
2024/2/27	无锡市科学技术局	关于加快推动生物医药产业高质量发展的若干政策意见	提出多个支持生物医药产业发展的措施，包括支持合成生物学等关键核心技术攻关，择优给予单个项目最高500万元研发资助等

资料来源：各单位官网，华西证券研究所



03 主营业务经营稳健，看好合成生物
业务未来发展

3.1 软件&硬件设施齐备，创新筑牢竞争力

◆ 硬件完备，校企合作不断完善创新体系。据公司年报，公司拥有实验室2.85万平方米、实验动物房3.62万平方米、创新孵化期0.96万平方米。公司设有药物研究院、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，还拥有6个国家级创新平台和7个天津市级创新平台。校企合作上，公司与天津科技大学共建3个协同创新平台，与天津市畜牧兽医研究所、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。2023年天津科技局批复公司牵头组建“天津市动物健康创新联合体”，同年公司与养殖集团、高校等共同组建的“广西壮族自治区优质鸡现代种业创新联合体”获得广西壮族自治区科学技术厅批复成立。

表3 公司创新平台

企业级研究院	国家级创新平台	天津市级创新平台
生物制品研究院	国家企业技术中心	天津市兽药综合技术创新中心
药物研究院	国家地方联合工程研究中心	天津市新型兽药技术工程中心
渤海联合研究院	博士后工作站	天津市企业重点实验室
武汉原料药研究院	院士工作站	病原检测与基因技术工程中心
华南生物禽流感研究院	农业部生物兽药创制重点实验室	天津市国际合作基地
	兽用生物制品国家专业化众创空间	天津市科教兴农集成创新示范基地
		知识产权试点单位

3.1 2023年研发费用投入居行业之首

- ◆ 2018年至2023年，公司研发费用由0.80亿元提升至1.73亿元，CAGR+16.58%，在头部公司中，复合增速仅低于回盛生物，2023年公司研发费用居行业第一。2022年至2023年，公司研发人员数量维持在330人左右，占总人数的比例维持在13%。
- ◆ 截止2023年年底，公司共有31个重点在研项目，包括9个畜用产品，11个禽用产品，1个水产用产品，9个宠物用产品及利胆剂孟布酮和托曲珠利危险工艺微通道技术开发。

图24 2018-2023年头部企业研发费用（亿元）情况

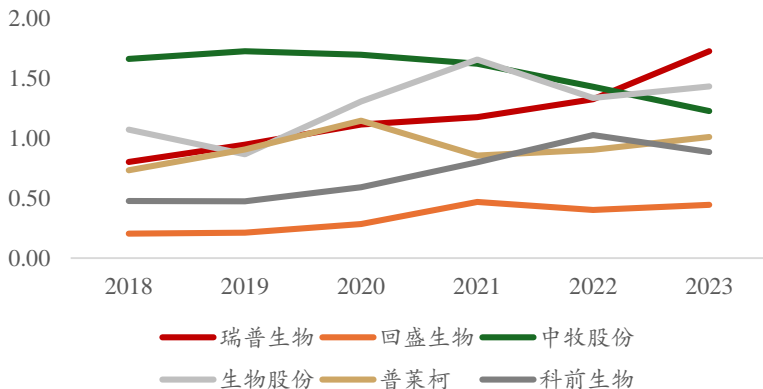
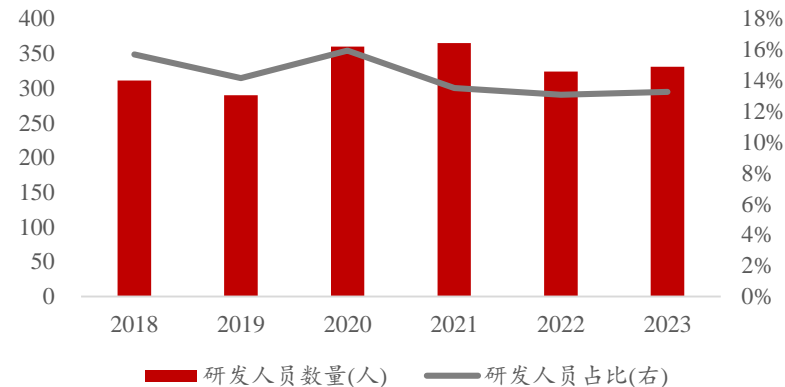


图25 2018-2023年公司研发人员数量及占比情况



3.2 产品矩阵丰富，禽畜领先地位稳固

- ◆ 禽用生物制品为公司营收的主要来源，2023年营收占比为41%。2015-2023年，公司禽用活疫苗销售量由146.24亿羽份增长至206.11亿羽份，CAGR+4.38%，禽用灭活疫苗销售量由8.27亿毫升增加至21.68亿毫升，CAGR+12.80%。2015至2023年，公司禽用疫苗营业收入由3.48亿元增长至9.28亿元，CAGR+13.04%，禽用疫苗毛利率维持在较高水平。
- ◆ 据我们测算，2015-2018年，公司禽用疫苗市占率稳定在10%左右，2019年，受益于动保行业及下游养殖行业集中度提升，公司禽用疫苗市占率提升至13%，2020年进一步提升至14%。

图26 2015-2023年公司禽用活疫苗和禽用灭活疫苗销售情况

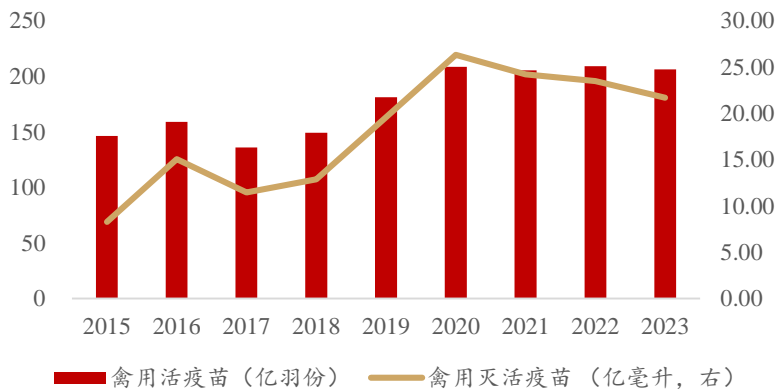
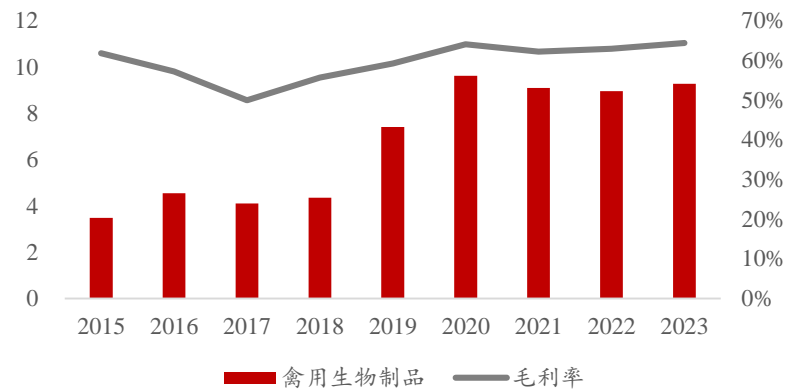


图27 2015-2023年公司禽用生物制品营收及毛利率情况



3.2 与下游头部企业签署战略合作协议，为公司产品销售保驾护航

- ◆ 2023年3月，公司和我国白羽肉鸡养殖龙头圣农发展及圣维生物签署《战略合作协议》，同时与圣维生物签署《资产租赁经营框架协议》。合作内容为，公司、圣农发展及圣维生物共同联合成立家禽疫病防控研究院、建设疫病检测预警平台，为圣农发展养殖过程中的疫病防控问题提供系统性解决方案。并约定在同等质量且价格不高于圣农发展向其他第三方采购药品与疫苗价格的前提下优先采购公司及圣维生物的产品。此次合作实现了养殖集团与动保企业围绕健康养殖合作模式的创新，并将产生良好的示范推广效应，有助于公司的销售规模和品牌影响力进一步提升。

表4 协议主要内容

	2023	2024	2025
圣农发展向公司年度采购总额（万元）	4000	5000	6000
圣维生物销售公司疫苗目标（万元）	1500	2500	4000
收入贡献（万元）	5500	7500	10000

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3 口蹄疫业务纳入版图，未来有望受益生猪养殖集中度提升

◆ 2015-2023年，公司畜用疫苗销售量呈现先降后增的趋势，2015-2019年，公司畜用疫苗销售量持续下滑，2019年由于非洲猪瘟导致我国生猪产能大幅下降，公司畜用疫苗销售降至低位，后随着生猪存栏恢复，公司产品销售回暖，2023年公司分别销售畜用活疫苗1.19亿头份，销售畜用灭活疫苗2597万毫升。2015-2023年，公司畜用疫苗营收总体呈增长趋势，由1.27亿元增长至1.41亿元，CAGR+1.27%，占营业总收入比例呈现下降趋势，由16%降至6%。公司布局畜用疫苗板块多年，目前产品线涵盖猪瘟、伪狂犬、猪蓝耳、猪传染性肠胃炎及猪流行性腹泻、猪圆环、猪乙脑等养殖常见疫病，产品矩阵丰富，2024年公司通过收购，将必威安泰的口蹄疫业务纳入业务版图，畜用业务疫苗板块有望迎来爆发式增长。我们认为，由于规模场防疫费用高于散户，未来公司有望受益于养殖行业集中度提升。

图28 2015-2023年公司畜用活疫苗和畜用灭活疫苗销售情况

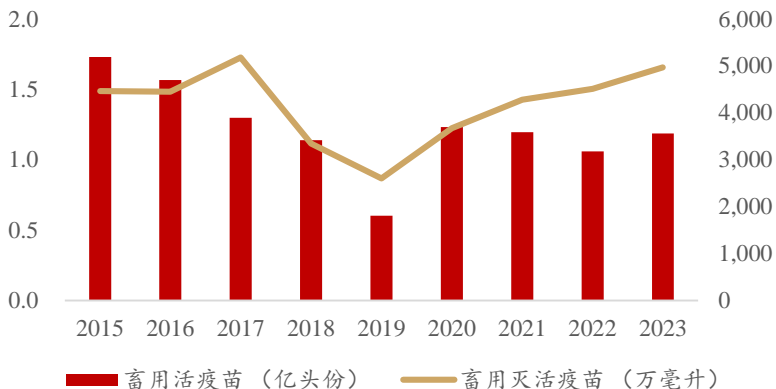
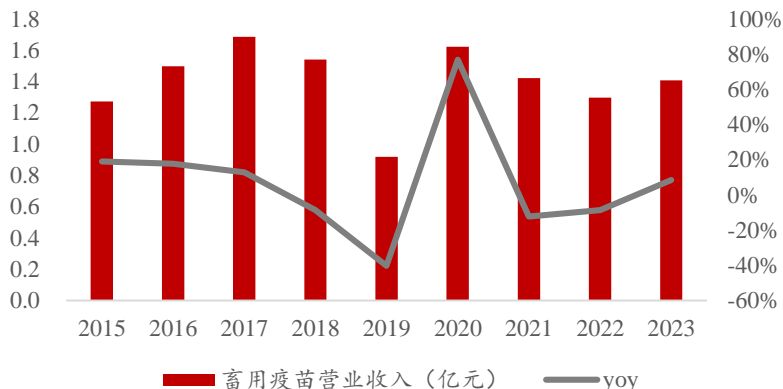


图29 2015-2023年公司畜用生物制品营收及同比增长情况



3.4 布局宠物板块多年，迎来收获期

◆公司布局宠物板块多年，产品种类丰富，涵盖疫苗、驱虫、耳部健康、营养保健等多个品类。其中公司2023年自主研发的猫三联瑞喵舒是国内首个提出应急评价、首批通过应急评价、首个获得产品临时文号的猫三联疫苗，打破伴侣动物用疫苗长期依赖进口的局面。

表5 公司部分代表性产品

分类	产品名	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	莫普欣 (猫用)	吡虫啉莫昔克丁滴剂 (猫用)
	莫普欣 (犬用)	吡虫啉莫昔克丁滴剂 (犬用)
	菲比欣 (犬用)	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
营业保健	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	盐酸右美托咪定注射液
	易弗宁	异氟烷
	齐弗宁	吸入用七氟烷
抗感染	瑞可林	克林霉素磷酸酯颗粒
	倍诺林	注射用硫酸头孢喹肟
	速倍林	注射用头孢噻唑钠
	恩诺沙星注射液	恩诺沙星注射液
抗病毒	瑞畅宁	甲硝唑片
消炎镇痛	权干素	重组犬 α -干扰素 (冻干型)
心脏用药	美喜康	美洛昔康片
清洗消毒	贝欣宁	盐酸贝那普利咀嚼片
	安立消	月芽三甲氯铵溶液

资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

3.4 多款猫三联疫苗通过应急评价，打破长期依赖进口局面

◆ 2024年之前，我国猫三联疫苗主要依赖进口，硕腾占据我国猫三联疫苗市场绝大部分份额。2023年8月，我国三款国产猫三联疫苗通过农业农村部应急评价，公司研发的猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（RPVF0304株+RPVF0207株+RPVF0110株）成为首批通过应急评价的国产猫三联疫苗之一，截止目前，共有22家企业（单位）研制的7款猫三联灭活疫苗通过农业农村部应急评价。

表6 截止目前通过农业农村部应急评价的猫三联产品

兽药名称	研制单位	通过应急评审时间
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（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10月17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	2023年12月6日
猫鼻气管炎、嵌杯病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（CP2株+CC3株+VP2蛋白）	长春西诺生物科技有限公司、安徽爱宠生物科技有限公司、吉林正业生物制品股份有限公司	2024年1月3日

资料来源：农业农村部，华西证券研究所

3.4 公司疫苗率先上市，24Q1录得销售收入超过1200万元

- ◆根据兽药信息数据库，2024年以来，我国共有6家公司的6款猫三联产品上市，其中瑞普的猫三联产品瑞喵舒在2024年1月22日率先获得签发上市，成为第一个上市的国产猫三联产品。据公司公告，2024Q1，公司猫三联产品实现销售收入1200万元。
- ◆根据农业农村部兽药说明书，目前上市的6款国产猫三联产品免疫期均为12个月，但免疫产生期存在区别，普莱柯的喵益哆二免后7日即可形成免疫，怡安生物的的喵三新二免后10日科形成免疫，其余4款疫苗的免疫产生期均为二免后21日。公司猫三联疫苗可以实现0过敏，杂蛋白去除率99%以上，内毒素含量低于人用流感疫苗的1/4，临床试验10000+猫咪，未出现副作用，具有较高的安全性；公司猫三联疫苗首批通过应急评价，率先上市，且在2024Q1已实现收入1200万元，在行业竞争激烈的背景下，公司抢占先机获得先发优势。

表7 截止目前通过农业农村部应急评价的猫三联产品

兽药名称	公司	产品名称	免疫期（月）	免疫产生期
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	喵益哆	12	二免后7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）	瑞普生物	瑞喵舒	12	二免后21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）	科前生物	科妙优	12	二免后21日
	华派生物技术（集团）股份有限公司	猫康宁	12	二免后21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+BSJ01株+BJH13株）	泰州博莱得利生物科技有限公司	喵倍护	12	二免后21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）	唐山怡安生物工程有限公司	喵三新	12	二免后10日

3.4 高性价比国产疫苗涌出，免疫渗透率有望提升

◆据中国经济网，猫三联疫苗基本为饲养宠物猫的必选免疫品种，市场空间较为广阔，但目前猫三联疫苗在国内的渗透率约为10%，相比发达国家还有较大差距。从目前国产疫苗的说明书来看，免疫过程中，首次免疫接种的头份为2-3头份，接种完毕之后，每年重复接种1头份以加强免疫，我们假设单只宠物猫年均接种疫苗数量为2头份。根据《2023-2024年中国宠物行业白皮书》，2020年至2023年，我国宠物猫数量由4862万只增长至6980万只，CAGR+12.81%。我们假设2024-2026年年均增速等于12.81%，预计2024-2026年我国宠物猫数量分别为7874/8883/10021万只。前期我国主要依赖进口高价猫三联疫苗，整体渗透率较低，目前多个高性价比国产疫苗上市，我们认为未来随着性价比提升及“科学养宠”群体提升，猫三联疫苗渗透率有望逐步提升，我们预计2024-2026年猫三联疫苗渗透率分别为20%/30%/40%。基于此，我们测算出2024-2026年，我国猫三联疫苗市场规模为16/27/40亿元，CAGR+59.54%。

表8 中国猫三联市场空间测算

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
猫数量（万只）	4862	5806	6536	6980	7874	8883	10021
免疫头份	3	3	3	3	3	3	3
猫三联单价（元/头份）	50	50	50	50	50	50	50
渗透率	10%	10%	10%	10%	20%	30%	40%
市场规模（亿元）	7	9	10	10	16	27	40

资料来源：《2023-2024年中国宠物行业白皮书》，华西证券研究所

3.5 迎风进军合成生物学，资源禀赋得天独厚

- ◆ 2023年公司前瞻性布局合成生物，投资2000万元与中国科学院天津工业生物技术研究所等企事业单位合资成立天津国家合成生物技术创新中心有限公司，旨在通过应用生物合成学技术，围绕核酸疫苗、重组蛋白疫苗等兽用疫苗，酶制剂、益生元等生物制剂，兽用抗生素、饲料添加剂等产品领域，与中科院天津所在联合攻关研发、知识产权许可、科技成果转化、联合投资等方面形成战略合作关系，据天津新闻，公司与中科院天津所联合研发的动物饲料维生素新产品已进入验证阶段，该产品有助于提高家畜对钙的吸收率。
- ◆ 2023年9月，公司与中科院天津所成立“微生物蛋白规模化制造”重大任务攻关突击队，利用微生物生产各种功能蛋白质具有效率高、成本低、易于操控等独特优势，且蛋白应用范围广阔，从养殖业来看，蛋白为重要的饲料原料，豆粕为当前饲料工业中的主流蛋白原料，由于我国大豆长期依赖进口，饲料中豆粕添加成为卡脖子问题，国家前期出台多项政策推动我国大豆产量提升，并出台《饲用豆粕减量替代三年行动方案》以减少饲料中豆粕的添加，我们认为未来低成本合成蛋白替代是解决饲料中蛋白添加的重要途径，且有望进一步降低养殖成本。2023年全国工业饲料总产量超过3亿吨，饲用蛋白空间巨大；另外合成生物合成的蛋白也可以用于食品加工，应用场景广泛，未来公司“微生物蛋白规模化制造”项目落地蛋白批量生产之后，有望为公司贡献新的收入和利润。
- ◆ 据天津新闻，受益于政策支持，创新联合体是天津市围绕12条重点产业链打造的合作研发平台，而公司通过生物医药产业创新联合体与天津大学和南开大学建立了合作关系，2024年一季度有4款合作研发的新产品量产上市，且今年公司借助创新联合体拟转化的项目超过30个，且公司为进一步扩大产能新建两个生产基地，已于3月份正式投产。
- ◆ 合成生物作为新质生产力受到国家政策的大力支持，而公司凭借得天独厚的条件建立起与高校科研院所的合作，政策与资源双重驱动下，看好公司未来合成生物业务的发展。

3.5 维生素D3饲料添加需求2700吨左右/年，25羟基维生素D3有望逐步替代

- ◆据花园生物公告，维生素D3是人和动物体内骨骼正产钙化所必需的营养素，广泛用于饲料添加剂、食品添加剂等，25羟基维生素D3是维生素D3的活性代谢物，具有更高的生物学活性，并且不需要经过肝脏的代谢，其不仅具有普通维生素D3所有的功能，还具有一些独特功能，25羟基维生素D3具有替代普通维生素D3的趋势。
- ◆根据中国饲料工业协会，2018-2023年，我国工业饲料产量由2.38亿吨增长至3.22亿吨，CAGR+6.24%，我们假设2024-2026年工业饲料产量增速为6.24%，则饲料产量分别为3.41/3.63/3.86亿吨。根据帝斯曼制定的《维生素添加剂准则》，饲料中维生素D3的添加剂量范围为650IU-30000IU，即0.1625g/吨-7.5g/吨（按添加剂规格50万IU/g），假设维生素D3添加标准为7.5g/吨，则24-26年我国饲料添加维生素D3需求量约为2563/2723/2893吨，市场规模逐渐增加至5亿元左右。25羟基维生素D3为维生素D3的替代品，未来有望进一步替代。

图30 2018-2026E中国工业饲料产量

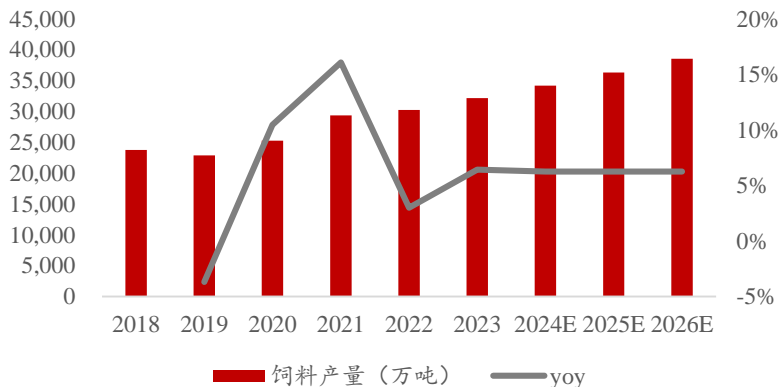
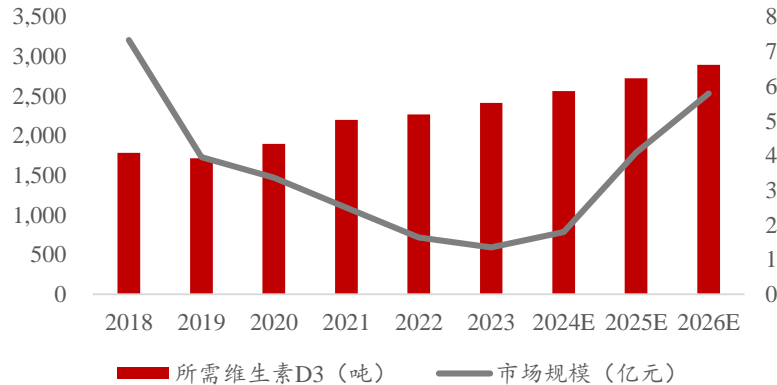


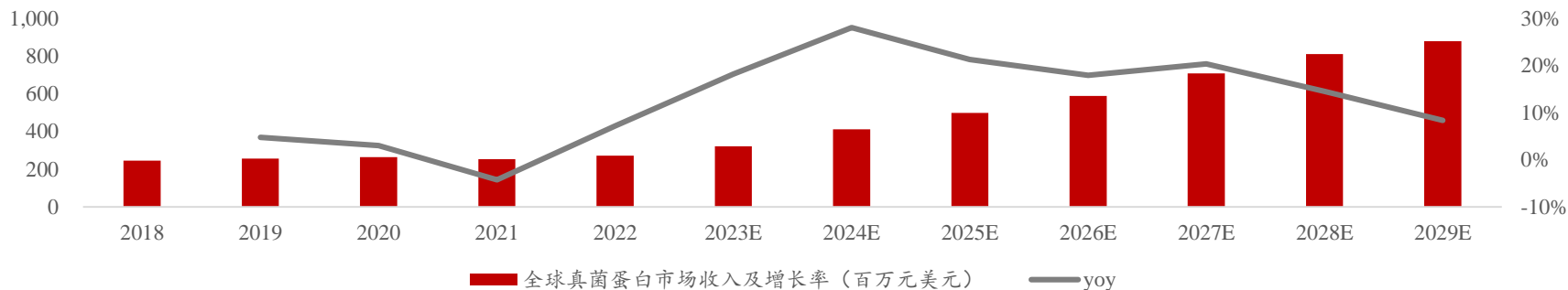
图31 维生素D3饲料添加需求量测算



3.5 菌丝蛋白应用广泛，全球市场规模稳定增长

- ◆ 据QYResearch，真菌蛋白是指从真菌类生物体中提取或制备的蛋白质。真菌是一类生物，包括酵母、霉菌和蘑菇等。这些生物通常以丝状结构（菌丝）存在，可以生长在土壤、植物、空气或其他有机物质上。真菌蛋白在食品、医药和其他领域中被广泛应用，特别是在生产植物基和人造肉等替代性蛋白食品中。
- ◆ 据QYResearch，2022年，全球真菌蛋白市场收入达到了271.97百万美元，预计2029年将达到878.28百万美元，CAGR+18.24%（2023-2029）。从产品类型及技术方面来看，即食食品占主要市场，2022年市场规模达到了255.28百万美元，预计2029年将达到820.60百万美元，CAGR+18.14%。从产品市场应用情况来看，肉类替代品是主要应用，2022年市场规模为253.25百万美元，约占全球的93.12%，预计2029年将达到802.54百万美元。

图32 2018-2029E全球真菌蛋白市场收入及增长率（百万美元）





04 盈利预测与投资建议

4 盈利预测与投资建议

- ◆ 公司主要涉及兽用生物制剂和兽用制剂及原料药，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。
 - **兽用生物制剂：**禽用制剂方面，2023Q1公司与我国白羽肉鸡养殖龙头企业圣农发展及圣维生物签订战略合作协议，约定在满足条件的情况下圣农发展优先采购公司的产品，战略合作协议成功实施将在2024年2025年最低为公司带来7500万元和1亿元的收入。2023年以来猪价持续低迷，在行业亏损的背景下，产能持续去化，根据能繁母猪存栏量数据推演，目前生猪供应逐月减少，叠加下半年猪肉消费旺季下需求提振，猪价有望回暖，届时将提振畜用产品需求。基于此，我们预计，2024-2026年，公司兽用生物制品收入增速分别为25.00%/26.00%/20.00%；毛利率分别为65.50%/64.50%/63.00%。
 - **兽用制剂及原料药：**猪价今年下半年有望回暖，叠加公司产能释放。我们预计，2024-2026年，公司兽用制剂及原料药收入增速分别为10%/12%/15%；毛利率分别为40.17%/40.00%/39.88%。

4 盈利预测与投资建议

表9 瑞普生物主要业务经营预测（单位：百万元）

业务	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2084.25	2248.96	2661.12	3205.73	3822.94
营业总成本	1074.61	1131.51	1287.22	1561.33	1907.17
兽用生物制品					
收入	1,031.22	1072.81	1341.01	1689.67	2027.60
成本	370.76	462.65	599.83	750.21	647.97
毛利	702.05	878.36	1089.84	1277.39	1205.84
毛利率	65.44%	65.50%	64.50%	63.00%	65.05%
兽用制剂及原料药					
收入	1,018.58	1,110.30	1221.33	1367.89	1573.07
成本	625.00	672.22	730.72	820.73	945.81
毛利	393.57	438.08	490.61	547.16	627.27
毛利率	38.64%	39.46%	40.17%	40.00%	39.88%
其他业务收入					
收入	34.46	65.86	98.78	148.18	222.26
成本	75.67	88.53	93.84	140.77	211.15
毛利	-41.22	-22.67	4.94	7.41	11.11
毛利率	-119.62%	-34.43%	5.00%	5.00%	5.00%
费用率					
销售费率	16.5%	16.5%	16.5%	16.3%	16.4%
管理费率	6.9%	7.0%	6.8%	6.9%	7.5%
财务费率	0.8%	0.8%	0.3%	0.1%	-0.2%

4 盈利预测与投资建议

◆公司主营业务经营稳健产品矩阵丰富。随着母猪产能持续去化，对应目前生猪供应逐月减少，叠加下半年需求旺季，养殖有望改善推动动保景气上行，基于此，我们上调公司2024-2026年营收26.07/30.61/36.49亿元至26.61/32.06/38.23亿元，上调归母净利润5.02/6.07/7.21亿元至5.41/6.52/7.26亿元，上调EPS1.08/1.30/1.55元至1.16/1.40/1.56元，2024年5月17日收盘价16.76元/股对应24-26年PE分别为14/12/11X，维持“增持”评级。

表10 可比公司盈利预测

可比公司										
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600195.SH	中牧股份	9.65	0.39	0.52	0.65	0.73	30.05	18.56	14.85	13.22
603566.SH	普莱柯	23.18	0.49	0.66	0.81	0.93	45.80	35.12	28.62	24.92
600201.SH	生物股份	10.42	0.25	0.34	0.43	0.51	42.54	30.65	24.23	20.43
688526.SH	科前生物	19.00	0.85	1.07	1.31	1.48	24.00	17.76	14.50	12.84
平均							35.60	25.52	20.55	17.85

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用Wind一致预期，股价截至2024年5月17日收盘价



05 风险提示

5 风险提示

- ◆ **动物疫情风险。**下游禽畜存栏量直接关系到公司动保产品的需求，我国畜牧业规模化、集约化程度逐年提升，高密度集约化养殖、大量的种畜禽引进、活畜禽跨区域运输和畜禽产品国际贸易等增加了动物传染病流行的风险。虽然我国重大动物疫病防控能力显著增强，但动物疫情尤其是新发、突发重大动物疫情仍会对养殖行业造成较大影响并进而带来巨大的经济损失。作为养殖行业的上游行业公司，公司的经营业绩亦会受到相应的影响。
- ◆ **市场竞争风险。**国内经济动物用兽药行业竞争态势日益激烈，头部企业竞争加剧；国内宠物用兽药市场进口产品依然占据较高市场份额，国产宠物医药品牌影响力较小。公司面临市场竞争加剧、毛利率下降风险。
- ◆ **产品开发风险。**兽药产品研发周期长、投入大、具有不确定性，且需要先后获得《新兽药注册证书》、产品生产批准文号才能进行生产，同时动物疫病具有病原体变异快、养殖环境多种病原体混合感染或继发感染等特点。因此，兽药产品在研发、审批、产业化、市场化方面可能存在风险。
- ◆ **合成生物业务推进不及预期。**中国合成生物学发展尚在起步阶段，后续技术迭代，商业化及成本下降均具有不确定性，公司自2023年开始布局合成生物业务，产品量产、推广及大规模生产均具有不确定性。
- ◆ 2019年和2020年公司及部分高管由于公司营销中心以员工个人名义开设账户收取客户款项，且部分款项未纳入公司账户存储及账务核算收到警示函。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,249	2,661	3,206	3,823	净利润	511	594	720	803
YoY(%)	7.9%	18.3%	20.5%	19.3%	折旧和摊销	145	146	175	185
营业成本	1,132	1,287	1,561	1,907	营运资金变动	-159	-109	-157	-171
营业税金及附加	22	26	31	37	经营活动现金流	378	574	644	690
销售费用	371	439	523	627	资本开支	-85	-125	-125	-83
管理费用	158	181	220	287	投资	-118	-75	-79	-77
财务费用	19	9	3	-6	投资活动现金流	-161	-156	-187	-138
研发费用	173	173	220	271	股权募资	1	2	0	0
资产减值损失	1	0	0	0	债务募资	-12	-8	-37	-44
投资收益	15	15	17	22	筹资活动现金流	-272	-208	-52	-58
营业利润	565	664	801	893	现金净流量	-55	211	405	494
营业外收支	1	-4	-2	-2	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
利润总额	567	660	799	891	成长能力 (%)				
所得税	56	66	79	88	营业收入增长率	7.9%	18.3%	20.5%	19.3%
净利润	511	594	720	803	净利润增长率	30.6%	19.5%	20.5%	11.3%
归属于母公司净利润	453	541	652	726	盈利能力 (%)				
YoY(%)	30.6%	19.5%	20.5%	11.3%	毛利率	49.7%	51.6%	51.3%	50.1%
每股收益	0.98	1.16	1.40	1.56	净利率	20.1%	20.3%	20.3%	19.0%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率ROA	6.9%	7.7%	8.2%	8.2%
货币资金	335	546	951	1,445	净资产收益率ROE	10.1%	11.1%	11.8%	11.6%
预付款项	32	34	41	51	偿债能力 (%)				
存货	390	448	540	661	流动比率	2.43	2.65	2.88	3.09
其他流动资产	2,506	2,577	2,830	3,094	速动比率	1.95	2.14	2.35	2.55
流动资产合计	3,263	3,605	4,362	5,250	现金比率	0.25	0.40	0.63	0.85
长期股权投资	453	534	617	698	资产负债率	27.2%	25.8%	24.9%	24.2%
固定资产	1,547	1,799	2,050	2,284	经营效率 (%)				
无形资产	238	232	224	215	总资产周转率	0.35	0.39	0.43	0.46
非流动资产合计	3,333	3,423	3,545	3,639	每股指标 (元)				
资产合计	6,596	7,028	7,906	8,889	每股收益	0.98	1.16	1.40	1.56
短期借款	534	524	488	444	每股净资产	9.64	10.41	11.81	13.37
应付账款及票据	562	541	683	842	每股经营现金流	0.81	1.23	1.38	1.48
其他流动负债	249	294	346	411	每股股利	0.40	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,345	1,359	1,517	1,697	估值分析				
长期借款	307	307	307	307	PE	16.91	14.23	11.81	10.61
其他长期负债	139	147	147	147	PB	1.70	1.59	1.40	1.24
非流动负债合计	446	454	454	454					
负债合计	1,791	1,812	1,971	2,151					
股本	466	466	466	466					
少数股东权益	309	361	429	506					
股东权益合计	4,805	5,216	5,936	6,739					
负债和股东权益合计	6,596	7,028	7,906	8,889					

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6个月内公司股价 相对上证指数的涨 跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6个月内行业指数 的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投

资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。