

内生外延扩张业务，禽用药龙头向宠物药进军

2022 年 09 月 04 日

➤ **起源于禽类药物，逐步打造五大产业集群。**公司成立之初便推出首个针对禽类呼吸道疾病的化药制品“泰灵”，随后拼接鸡新城疫活疫苗（La Sota 株）

（新必妥）进军兽用生物制品领域，2012 年公司开始布局宠物行业，通过投资瑞派宠物医院，为宠物用药销售渠道布局打下基础。目前，公司拥有 10 个兽药 GMP 生产基地、500 个兽药产品批准文号，涉及猪、鸡、水禽、牛、羊和宠物用药品、疫苗、消毒剂、清洗剂和功能性添加剂，是国内规模最大、产品种类最全的兽药企业之一。未来，公司将以完整的产品线加创新服务模式迅速扩大市场份额，继续扩大禽用板块核心业务优势，大力提升畜用、宠物等战略业务板块市场占有率。

➤ **优化产品布局，扩大核心优势。**2022 上半年，公司上市多个新产品，禽用疫苗方面，重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rHN5801 株+rGD59 株，H7N9 rHN7903 株）是公司 2022 年度禽用生物制品领域的重磅新品，对目前流行的 H5N8 亚型（Clade 2.3.4.4b）和 H5N6 亚型（Clade 2.3.4.4h）高致病性禽流感病毒以及 H7N9 亚型禽流感病毒流行毒株均具有良好的免疫保护效果，是国内针对禽流感病毒多亚型、多基因型毒株的最新三价灭活疫苗之一。猪用疫苗方面，副猪嗜血杆菌病三价灭活疫苗已获取生产批文，一针可预防副猪嗜血杆菌三个流行的血清型（4 型、5 型和 12 型），其优质的佐剂可以提高疫苗在动物体的持续保护时间，大大降低抗生素的使用。

➤ **蓄力宠物战略业务，厚积薄发尚可期。**公司在宠物产品上已经布局蓄能多年，拥有与国际接轨的高质量宠物医药产品矩阵，在宠物疫苗、宠物治疗药物、宠物诊断试剂、宠物营养健康等领域前瞻性布局了产品并持续研发投入，目前在抗寄生虫药、抗菌药、疫苗、营养保健产品等 8 大领域拥有超过 30 款品类、覆盖 9 种剂型的宠物医药产品。2021 宠物业务实现收入约 2600 万元，同比增长 20.7%。2022 年 7 月公司取得莫普欣（吡虫啉莫昔克丁滴剂）推出上市，仅一个月左右就实现了千万元的收入，该产品依托缓控释制剂平台、结晶技术平台，历时六年打造，可同时驱除犬猫体内外 28 种寄生虫，有助于突破进口产品对市场的垄断格局，公司宠物业务将实现质的提升。

➤ **投资建议：**预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 3.88、4.62、5.72 亿元，对应 EPS 分别为 0.83、0.99、1.22 元，对应 PE 分别为 26、22、18 倍。受疫情等多方面影响，国内白羽肉鸡引种量连续下滑，随着供给的逐步收紧，白羽肉鸡即将开启反转行情，叠加生猪、黄鸡也已处于上行周期，考虑到公司作为禽用疫苗领域头部企业，有望充分受益于禽畜景气度上行带来的量价齐升的红利。此外公司领先布局宠物药品市场，随着国内宠物市场的快速发展，有望快速抢占市场份额，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新品上市不及预期、猪价上涨不及预期、突发重大动物疫病。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,007	2,127	2,359	2,797
增长率（%）	0.3	6.0	10.9	18.6
归属母公司股东净利润（百万元）	413	388	462	572
增长率（%）	3.7	-6.0	19.0	23.9
每股收益（元）	0.88	0.83	0.99	1.22
PE	25	26	22	18
PB	2.5	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

21.76 元



分析师

周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

目录

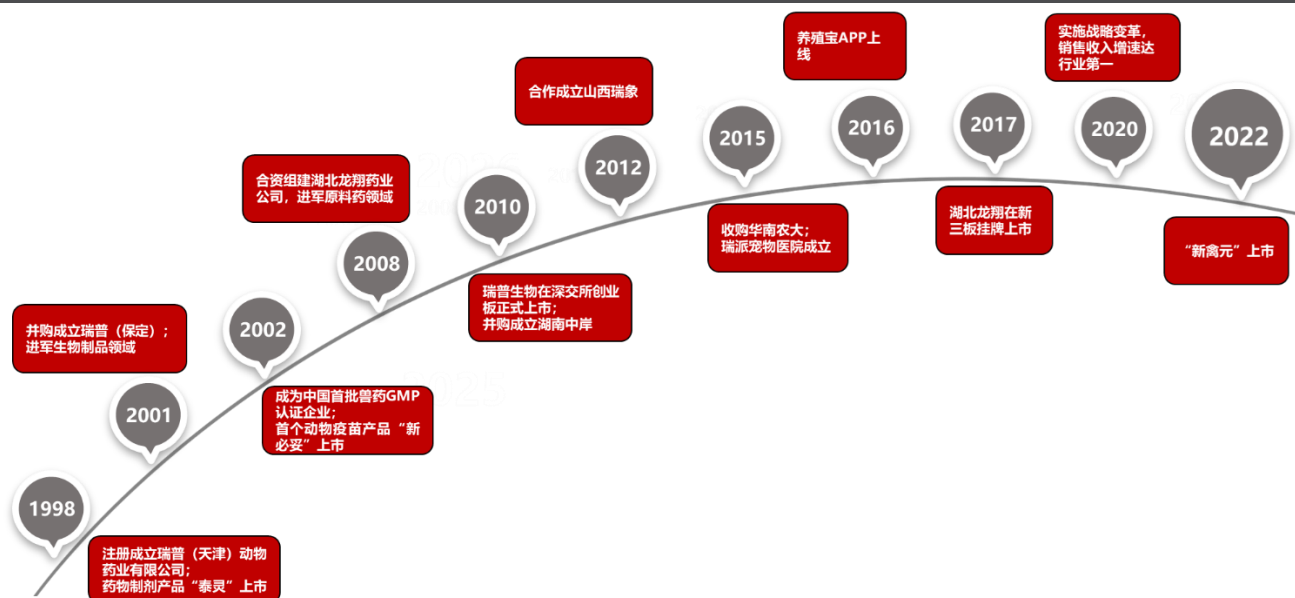
1 公司概况	3
1.1 起源于禽类药物，逐步打造五大产业集群	3
1.2 收入长期稳定增长，受下游养殖业影响短期承压	4
2 优化产品布局，扩大核心优势	7
2.1 重点布局家禽必打疫苗，积极发展畜用生物制品	7
2.2 打造高效协同创新体系，推行全方位技术营销服务	9
3 蓄力宠物战略业务，厚积薄发尚可期	12
3.1 不断扩充产品线，积极推动营销渠道铺设	12
3.2 三大市场现象利于公司开拓宠物药品市场	14
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测假设与业务拆分	18
4.2 估值分析	19
4.3 投资建议	19
5 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

1 公司概况

1.1 起源于禽类药物，逐步打造五大产业集群

1998 年，瑞普生物成立于天津，其首个针对禽类呼吸道疾病的化药制品“泰灵”同年上市；2001 年通过并购设立瑞普（保定）进军兽用生物制品领域，随后其首款疫苗产品“鸡新城疫活疫苗（La Sota 株）”（新必妥）上市；2008 年，合资组建湖北龙翔，进入原料药领域，同时保证了公司兽用化药制剂原材料的供应和质量稳定；2010 年公司于深交所创业板挂牌上市；2012 年通过收购北京博莱得利 45% 的股权，开始布局宠物行业，2015 年投资瑞派宠物医院，为宠物用药销售渠道布局打下基础。目前，公司拥有 10 个兽药 GMP 生产基地、500 个兽药产品批准文号，涉及猪、鸡、水禽、牛、羊和宠物用药品、疫苗、消毒剂、清洗剂和功能性添加剂，是国内规模最大、产品种类最全的兽药企业之一。

图1：公司发展历程

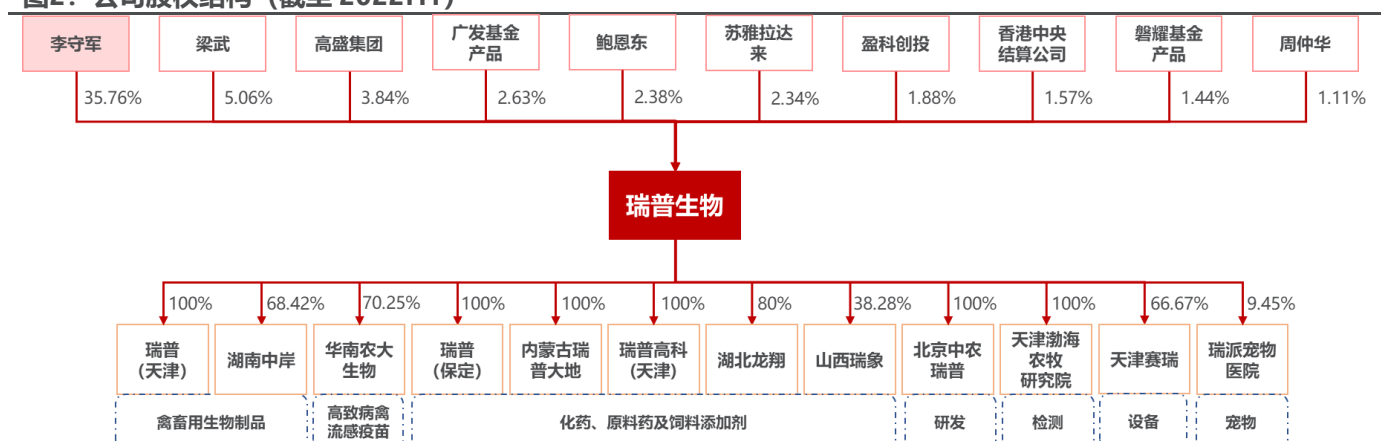


资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司股权集中于高管。截至 2022H1，董事长李守军先生作为实控人及最终受益人持有公司 35.76% 的股权。公司现任高管鲍恩东和周仲华分别持有 2.38%、1.11% 的股权；前任高管梁武和苏雅拉达来分别持有 5.06%、2.34% 的股权。

公司旗下拥有 16 家（子）公司，分别覆盖动物生物制品、动物化学药品、功能添加剂、宠物健康及新兴产业五大板块。其中对公司净利润影响超过 10% 的子公司瑞普（保定）以鸡新城疫活疫苗、猪瘟活疫苗等非强免疫病疫苗为主、广州华南农大生物以高致病性禽流感疫苗为主、瑞普（天津）则以兽用化学药品为主，包括宠物用药。

图2：公司股权结构（截至 2022H1）



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司集团产业集群

动物生物制品产业

以高端基因工程、细胞工程、发酵工程等技术为基础，研发和生产用于家禽、家畜、奶牛、宠物疾病预防、治疗和诊断的生物类药物产品，包括灭活疫苗、活疫苗、诊断试剂(盒)、基因工程疫苗、合成肽疫苗、动物用抗体等。

功能添加剂产业

致力于开发高效、安全、无毒副作用、无残留、无污染的环保型饲料添加剂产品，有针对性地改善和调节动物生长机能，提高机体免疫力、改善生产性能、提高饲料报酬，改善动物源性食品的风味等，涵盖微生物类、复合营养添加剂类、微量元素添加剂类、天然植物提取类等产品。



新兴产业群

设立了专业化动物疾病监测诊断云服务中心。为了向养殖企业提供全方位服务，瑞普设立了养殖宝APP专业团队，借助互联网打造集动物疫病防控、养殖全过程精细化管理为一体的全方位服务平台。瑞普设立智创谷，致力于打造生物医药产业的创业孵化器。

动物药物产业

涵盖化学药物原料、化学药物制剂、中兽药制剂、环境改善剂等类别，拥有注射剂、粉针剂、粉剂、散剂、预混剂、片剂、颗粒剂、口服溶液剂、固体消毒剂、液体消毒液、透皮剂、膏剂、滴耳剂、乳房注入剂等共16大类剂型，可全面满足动物养殖环节疾病预防和治疗的需要。

宠物健康产业

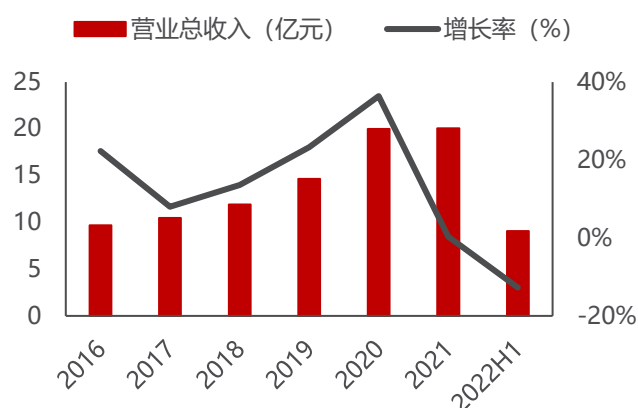
通过宠物医院连锁，打造差异化、有特色的高端宠物健康生态圈，涵盖宠物诊疗、宠物保健、宠物美容、宠物驯化等多个服务类别，同时通过有效整合行业资源，培养优秀的宠物医师队伍，全面满足宠物生态圈建设的需要，为宠物主人提供高品质的专业服务。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

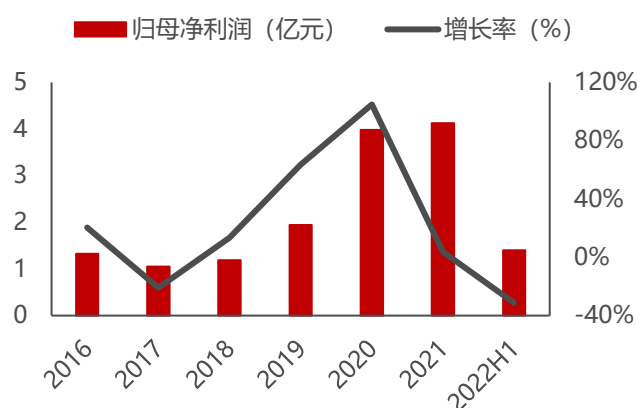
1.2 收入长期稳定增长，受下游养殖业影响短期承压

2016~2021 年，公司营业收入从 9.7 增长至 20.1 亿元，复合增速达 15.7%，归母净利润从 1.3 增长至 4.1 亿元，复合增速达 25.5%。2017 年 H7N9 禽流感大范围流行，导致蛋鸡、黄羽肉鸡亏损期超过半年、白羽肉鸡行情偏弱，禽养殖总量下滑，公司收入与利润增速均相应下滑；2021 年公司收入增速再度大幅下滑，主要受华南生物高致病性禽流感三价疫苗更换毒株及其一体化运营初期影响，此外龙翔药业原料药车间因环保要求停产搬迁新厂区，新原料药产能尚未释放，导致公司原料药收入大幅下滑；2022 年上半年，因下游畜禽养殖受供需关系均处于低迷行情，公司经营承压，各类产品销量均有所下滑。

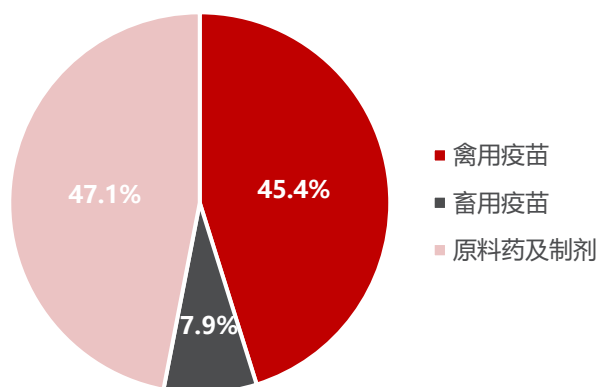
生物制品贡献主要利润，化药制品占比逐年提升。2021 年公司营业收入主要来源于兽用生物制品，其中禽用疫苗与畜用疫苗分别占收入的 45.4%和 7.9%，随着公司不断布局高端药物及功能性添加剂，原料药及制剂收入占比逐年提升，自 2016 年的 39.6%提升至 2021 年的 47.1%。毛利方面，公司仍以高毛利的生物制品为主要利润来源，2021 年禽畜疫苗合计贡献 6.72 亿元毛利，占比超六成。

图4：2016~2022H1 公司营业收入及增速


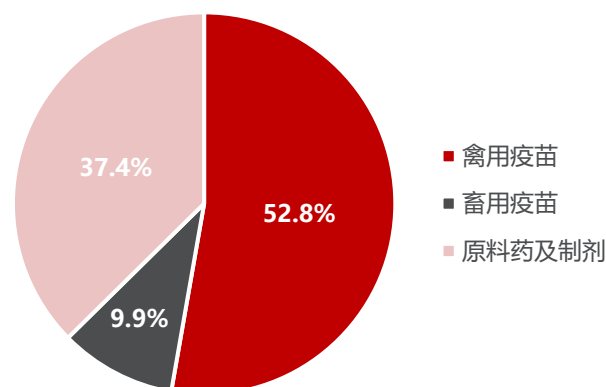
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：2016~2022H1 年公司归母净利润及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

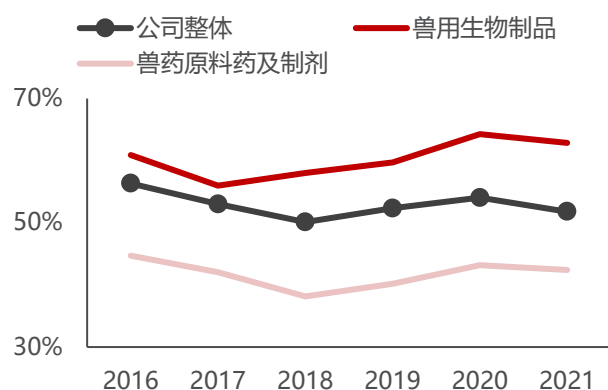
图6：2021 年公司各业务收入占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

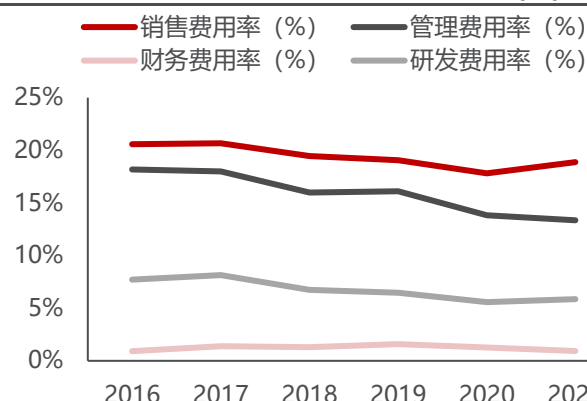
图7：2021 年公司各业务毛利占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

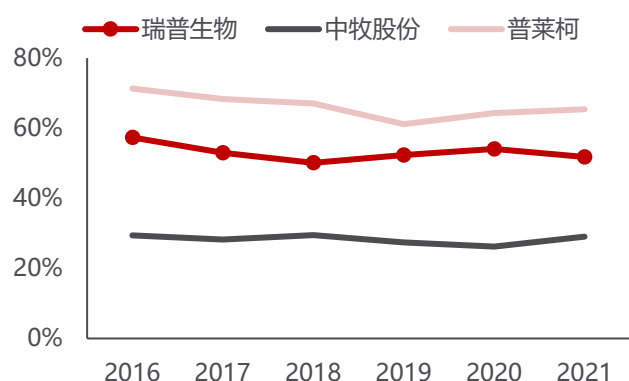
盈利能力短期承压，长期稳中有升。2016~2021 年，公司平均毛利率维持在 50%以上，处于行业中游水平，主要系禽用疫苗毛利率较猪用疫苗偏低，而公司以禽用疫苗为主所致。2021 年受上游行业原料药及大宗商品价格上涨导致原材料成本增加，公司综合毛利率为 51.8%，同比下降 2.24PCT。期间费用率中，2021 年销售费用率为 18.9%，同比上升 1.1PCT，主要原因是公司为应对市场竞争加大了客户服务投入；研发费用率为 5.9%，同比上升 0.3PCT，在可比公司研发费用率均有所下降的背景下，公司加大研发人才引进及自主研发项目力度、提高产品竞争力，故研发费用相应增加。

图8：2016~2021 年公司毛利率变动 (%)


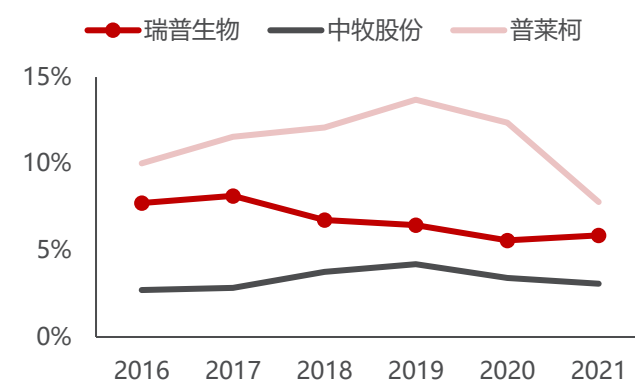
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：2016~2021 年公司期间费用率变动 (%)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

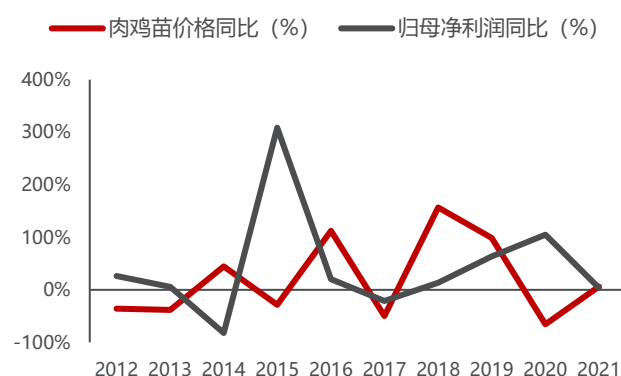
图10：2016~2021 年公司毛利率与可比公司对比


资料来源：wind，民生证券研究院

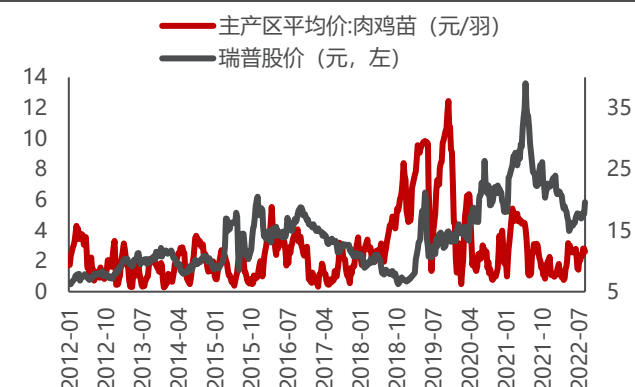
图11：2016~2021 年公司研发费用率与可比公司对比


资料来源：wind，民生证券研究院

由于公司下游养殖客户多以饲养白羽肉鸡为主，故公司业绩与白羽肉鸡景气具备一定相关性，回顾历史数据，公司利润通常滞后鸡苗价格一年。从父母代种鸡苗到第一只商品代肉鸡出栏大约需要 33 周，同时父母代种鸡在 30 周龄时进入产蛋高峰期，持续约 5 周，于 64 周龄左右淘汰。因此，当白羽肉鸡处于景气上行时，养殖端补栏父母代白羽肉鸡苗积极性提升，公司产品需求量相应得到持续拉升，并在此后的 8~9 个月左右处于需求高峰期，对应业绩大幅增长。

图12：公司归母净利润与鸡苗价格对比


资料来源：wind，民生证券研究院

图13：公司股价与鸡苗价格对比


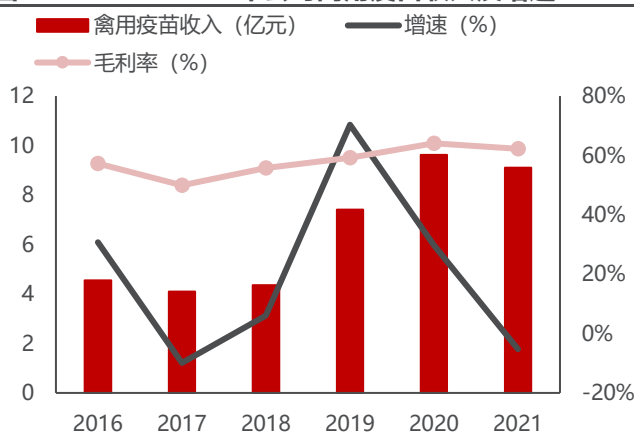
资料来源：wind，民生证券研究院

2 优化产品布局，扩大核心优势

2.1 重点布局家禽必打疫苗，积极发展畜用生物制品

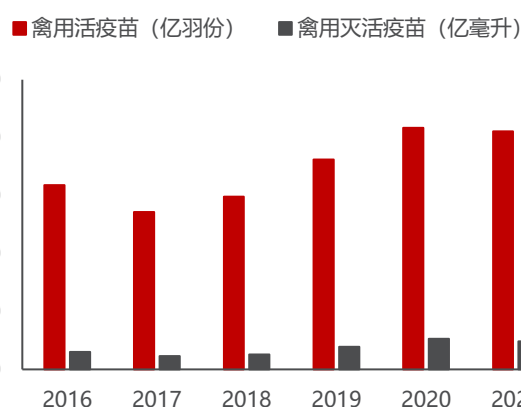
公司业务以禽用疫苗与药品为主，2021 年家禽业务整体实现收入 13.4 亿元，同比增长 2.1%，占收入比例超 65%。禽用疫苗方面，2016~2021 年，收入从 4.55 增长至 9.11 亿元，复合增速达 15%，高于行业 13%左右的增速水平；禽用活疫苗及灭活疫苗合计销量从 147.21 增长至 229.7 亿毫升（亿头份），复合增速达 3.8%；毛利率从 57.3%上升至 62.2%，主要系公司通过不断提高产品生产工艺，凭借行业领先的技术服务水平，助力禽用疫苗产品毛利率稳步提升；**禽用化药方面**，2021 年实现收入 4.3 亿元，同比增长 20.3%，贡献了家禽业务整体的业绩增量。

图14：2016~2021 年公司禽用疫苗收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：2016~2021 年公司禽用疫苗销量

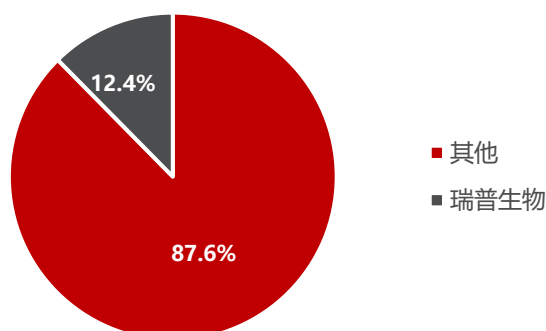


资料来源：公司公告，民生证券研究院

新支二联苗与禽流感疫苗为公司拳头产品。起初，公司核心产品以鸡新城疫传染性支气管炎二联活疫苗（新支妥）、鸡马立克氏病疫苗（双欣立克）为主，2015 年，公司控股华南生物，获得其 H5 亚型禽流感灭活疫苗产品以及后续开发高致病性禽流感相关优势产品资源，拳头产品新增重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（新禽元）和 H9 亚型禽流感疫苗产品线系列（优瑞康）。2021 年，公司新支二联苗与重组禽流感三价灭活疫苗的批签发市占率分别为 12.4%和 11.6%，均处于行业领先地位。

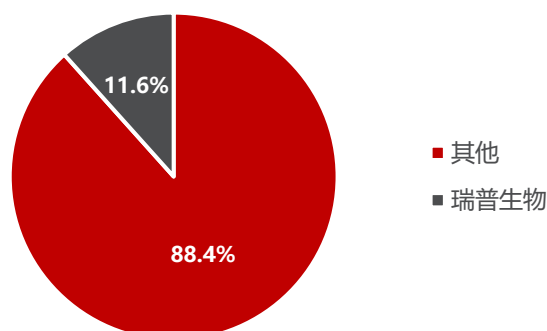
禽流感、新城疫和鸡传染性支气管炎是危害养鸡业发展的三大病毒性传染病。三者之间具有流行范围广、发病率高、混合感染情况下死亡率高等特点，且存在一种交替关系，当禽流感尤其是 H9 流行严重的时候，新城疫和传支的流行较轻；当禽流感流行较轻的时候，新城疫和传支流行较为严重。目前，免疫预防仍是防控这三种疫病有效措施，因此是肉鸡养殖场需求刚性较强的三种疫苗。

图16：2021 年公司新支二联苗批签发占比



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

图17：2021 年公司重组禽流感三价灭活疫苗批签发占比



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

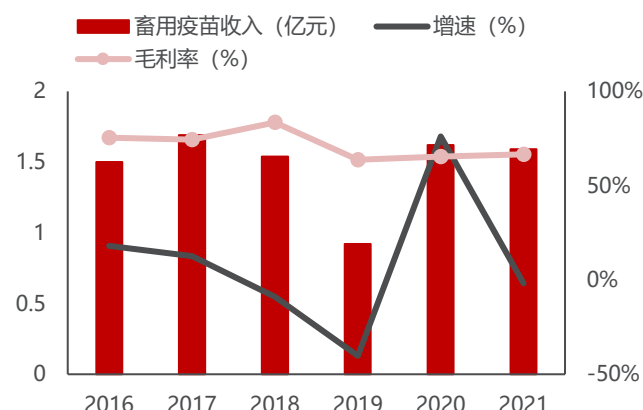
图18：白羽肉鸡免疫程序



资料来源：新禽况，民生证券研究院

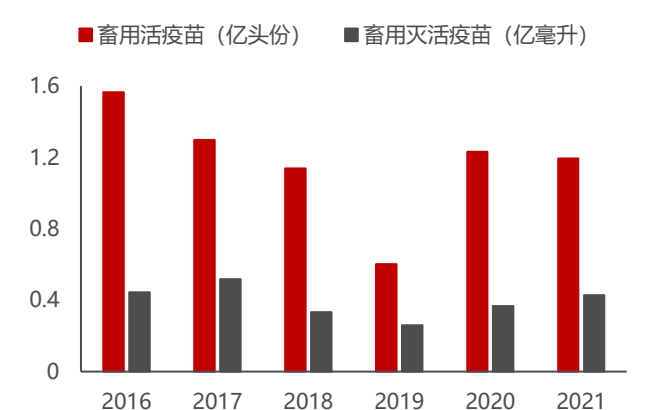
2021 年，家畜业务整体实现收入 4.2 亿元，同比增长 22.3%，占收入比例仅 21%。畜用疫苗方面，2016~2021 年收入从 1.50 增长至 1.59 亿元，基本维持稳定，其中 19 年因非瘟疫情导致生猪养殖量骤减，公司销量与收入均出现了大幅下滑。畜用药品方面，201 年实现收入 2.7 亿元，同比增长 46.5%。

图19：2016~2021 年公司畜用疫苗收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：2016~2021 年公司畜用疫苗销量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司猪用疫苗发展初期以猪瘟活疫苗（兔源）及猪蓝耳活疫苗为主，随着产品线逐渐丰富，目前猪用重点产品新增猪圆环病毒 2 型灭活疫苗疫苗与猪传染性胃肠炎-猪流行性腹泻二联活疫苗。猪蓝耳活疫苗仍作为毛利率最高的产品，稳居公司猪用疫苗收入排行第一，包含 JXA1-R 株和 R98 株两款，2021 年合计批签发数量为 37 次，市场占比为 6%。

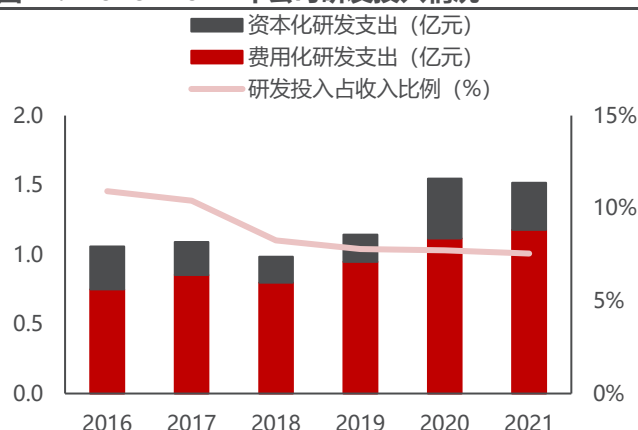
表1：公司畜禽类主要疫苗产品

产品类别	主要产品	主要用途
生物制品	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗；重组新城疫病毒（A-VII）- 禽流感病毒（H9 亚型）二联灭活疫苗；鸡传染性鼻炎灭活疫苗；鸡新城疫-传染性法氏囊病二联灭活疫苗；鸡新城疫-传染性法氏囊病-禽流感（H9 亚型）三联灭活疫苗；水禽用重点生物制品包括鸭坦布苏病毒病灭活疫苗；鸭传染性浆膜炎灭活疫苗	用于预防鸡禽流感、鸡新城疫、传染性法氏囊病、传染性支气管炎、鸡痘、鸡传染性喉气管炎、鸡马立克氏病以及水禽疫病，如鸭坦布苏病毒病、小鹅瘟、鸭瘟、鸭传染性浆膜炎等。
	鸡传染性喉气管炎重组鸡痘病毒基因工程疫苗；鸡新城疫-传染性支气管炎二联耐热保护剂活疫苗；鸡马立克氏病二价活疫苗；鸭瘟活疫苗	
畜用	猪链球菌病-副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗；猪圆环病毒 2 型灭活疫苗；猪传染性胃肠炎-猪流行性腹泻二联灭活疫苗；猪支原体肺炎灭活疫苗；猪细小病毒病灭活疫苗	用于预防猪链球菌、副猪嗜血杆菌、猪圆环病毒 2 型感染、流行性腹泻、猪喘气病、猪细小病毒、猪瘟、猪蓝耳病、猪伪狂犬病、猪乙型脑炎、猪丹毒等疾病。
	猪瘟活疫苗；猪传染性胃肠炎-猪流行性腹泻二联活疫苗；猪繁殖与呼吸综合征活疫苗；猪伪狂犬病活疫苗；猪乙型脑炎活疫苗；猪丹毒活疫苗等	

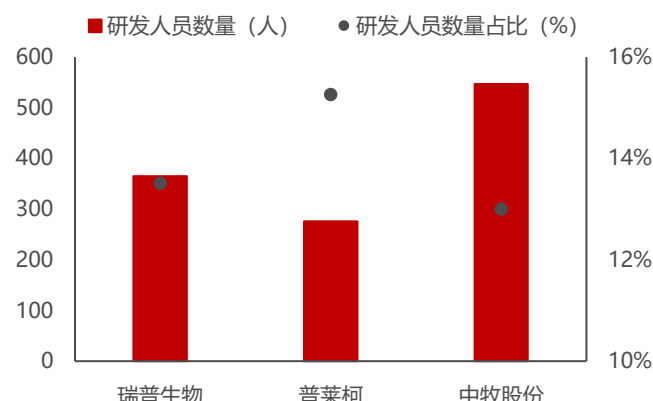
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 打造高效协同创新体系，推行全方位技术营销服务

资本化研发支出增加，在研产品逐步进入收获期。2016~2021 年，公司研发投入从 1.06 亿元提升至 1.52 亿元，其中资本化的研发支出占比近两年显著提升，主要系公司不断推进产品迭代升级，在研产品进入产业化阶段的数量增多。2021 年，公司有 30 多个新兽药进入临床评价及申报阶段，研发管线战略性布局优势开始凸显，尤其是在基因工程疫苗、创新剂型、多联多价疫苗、替抗产品等前沿技术领域进入收获期。

图21：2016~2021 年公司研发投入情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22：2021 年公司与可比公司研发人员对比


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

重点发展多联多价、减抗替抗产品。2022 上半年，公司上市多个新产品，**禽用疫苗方面**，重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rHN5801 株+rGD59 株，H7N9 rHN7903 株）是公司今年禽用生物制品领域的重磅新品，对目前流行的 H5N8 亚型（Clade 2.3.4.4b）和 H5N6 亚型（Clade 2.3.4.4h）高致病性禽流感病毒以及 H7N9 亚型禽流感病毒流行毒株均具有良好的免疫保护效果，是国内针对禽流感病毒多亚型、多基因型毒株的最新三价灭活疫苗之一，在政府采购招标和市场营销体系中占据重要地位。此外，鸡新城疫-传染性法氏囊病、禽流感（H9 亚型）三联灭活疫苗已获取生产批文，产品上市实现一针三防，有效预防家禽三大重要疾病。**猪用疫苗方面**，副猪嗜血杆菌病三价灭活疫苗已获取生产批文，一针可预防副猪嗜血杆菌三个流行的血清型（4 型、5 型和 12 型），其优质的佐剂可以提高疫苗在动物体的持续保护时间，大大降低抗生素的使用。

表2：公司畜禽类在研产品（截至 2022 年 6 月 30 日）

项目名称	项目进展	产品作用
孟布酮注射液和粉剂	已经获得《新兽药注册证书》，处于产品转产研究和产品文号申报阶段	孟布酮是动物用利胆剂，可用于治疗靶动物的消化不良。
泰地罗新注射液	已经获得《新兽药注册证书》，处于产品转产研究和产品文号申报阶段	用于预防和治疗对泰地罗新敏感的胸膜肺炎放线杆菌、多杀性巴氏杆菌、支气管败血波氏杆菌、副猪嗜血杆菌等细菌引起的猪呼吸道疾病
新兽药孟布酮合成工艺中试优化及工业化应用	已经取得《新兽药注册证书》，目前处于兽药产品批准文号申请阶段	具有刺激胃肠道分泌的作用,可解决临床上兽医对于动物的消化不良、食欲不振、便秘腹胀等病症的抗生素滥用情况。
托曲珠利危险工艺微通道技术开发	小试研发	微通道加氢技术，能够降低生产风险，提升产品品质，具有绿色、安全、高效、可持续、低能耗的特点。
鸭坦布苏病毒血凝抑制试验抗原、阳性血清与阴性血清	已经取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号	用于鸭坦布苏病毒抗体的快速定性和定量检测，是鸭感染坦布苏病毒时大规模血清流行病学调查和鸭坦布苏病毒疫苗抗体检测的首选工具之一。
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2rSD57 株+rFJ56 株，H7N9rGD76 株）	已经取得《新兽药注册证书》，目前已获得产品批文	用于预防由 H5 亚型 2.3.2.1d 分支、2.3.4.4d 分支和 H7 亚型禽流感病毒引起的高致病性禽流感。
猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗	已通过新兽药注册的复核检验	可以刺激机体产生抗体,抵抗猪圆环病毒的感染

资料来源：公司公告，民生证券研究院

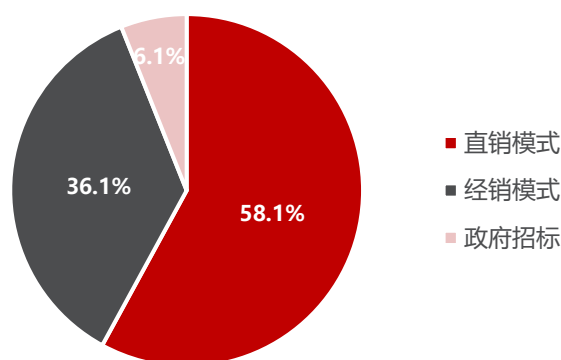
锁定大型规模养殖场，提升品牌影响力。公司通过方案升级、服务深化、研发创新等方式全面提升养殖客户体验，在大型养殖企业与国内头部优秀动保企业紧密合作的趋势下，锁定家禽 TOP300、家畜 TOP200 的养殖集团和大型规模养殖场，已与国内众多头部养殖集团建立战略合作关系。同时，公司继续加大终端养殖户的开拓力度，形成了销售人员+技术行销人员双向赋能的经销商模式，而提升公司在养殖终端的品牌影响力，实现公司与经销商、养殖场户的三方共赢。2021 年，公司直销、经销、政府采购三种销售模式收入占比分别为 58.1%、36.1%、6.1%，同比分别为+1.5PCT、+0.5PCT、-0.6PCT。

图23：2022 年兽药十大品牌榜



资料来源：CNPP，民生证券研究院

图24：2021 年公司三种销售模式收入占比 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 蓄力宠物战略业务，厚积薄发尚可期

3.1 不断扩充产品线，积极推动营销渠道铺设

公司在宠物产品上已经布局蓄能多年，拥有与国际接轨的高质量宠物医药产品矩阵，在宠物疫苗、宠物治疗药物、宠物诊断试剂、宠物营养健康等领域前瞻性布局了产品并持续研发投入，截至今年上半年在抗寄生虫药、抗菌药、疫苗、营养保健产品等 8 大领域拥有超过 30 款品类、覆盖 9 种剂型的宠物医药产品。2021 宠物业务实现收入约 2600 万元，同比增长 20.7%，2022 年上半年实现收入 965.9 亿元，受疫情影响同比大幅下滑 45.6%。

表3：公司宠物用产品

产品类别	主要产品	主要用途
生物制品	宠物狂犬病灭活疫苗、重组犬- α 干扰素等。	预防狂犬病，干扰素用于预防和治疗宠物病毒性疾病。
化学药	犬猫吸入麻醉剂异氟烷和七氟烷，注射用硫酸头孢喹肟、头孢噻呋、恩诺沙星注射液、氨苄西林钠、芬苯达唑片、美洛昔康、犬猫心脏病药物盐酸贝那普利咀嚼片等。	用于预防和治疗宠物疾病、驱虫。
添加剂类	犬猫关节营养保健片、微生态、美毛膏等。	用于调节动物的生理机能、补充营养。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

产品储备丰富，加速推动疫苗产品研发。宠物化药方面，2022 年 7 月公司取得莫普欣（吡虫啉莫昔克丁滴剂）推出上市，仅一个月左右就实现了千万元的收入，该产品依托缓控释制剂平台、结晶技术平台，历时六年打造，可同时驱除犬猫体内外 28 种寄生虫，有助于突破进口产品对市场的垄断格局，公司宠物业务将实现质的提升。此外，新上市的伊尔舒（复方制霉菌素软膏）、伊尔爽（宠物耳道护理液）为犬猫提供外耳炎的系统性解决方案，其中伊尔舒可高效治疗犬猫外耳炎、耳螨等症状。**宠物疫苗方面**，2022 上半年，猫三联、犬四联疫苗已拿到临床批件，注射用重组猫干扰素 ω 正在进行新兽药注册，公司在生产线、生产工艺技术等方面已经做好了相应的储备，正在加速推动宠物疫苗注册，将为公司宠物板块业绩提供新的增长点。

表4：公司宠物类在研产品（截至 2022 年 6 月 30 日）

项目名称	项目进展	产品作用
克林霉素磷酸酯颗粒	已获生产批准文号	用于宠物犬皮肤创伤、脓肿和深层感染治疗的速溶性口服药物。
复方制霉菌素软膏	已获生产批准文号	四种原料复配而成的大复方制剂，可以抵抗细菌、真菌、寄生虫以及瘙痒，是犬猫通用耳部外用软膏制剂。
吡虫啉莫昔克丁滴剂（犬、猫）	已获生产批准文号	犬、猫专用外用制剂，可绕过肝脏首过效应和胃肠道刺激，防治犬、猫体内外寄生虫感染，一站式解决 28 种寄生虫困扰。
伊维菌素吡喹酮咀嚼片	处于报部审批环节	用于治疗犬线虫感染和绦虫感染
犬细小病毒抗血清	新兽药注册	用于紧急预防犬细小病毒病
犬瘟热-细小病毒病-腺病毒病-副流感四联活疫苗	临床试验阶段	用于预防犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病和犬副流感。
猫鼻气管炎-杯状病毒病-泛白细胞减少症三联灭活疫苗	临床试验阶段	用于预防猫鼻气管炎、杯状病毒病和泛白细胞减少症。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

整合营销+渠道铺设，抢占宠物蓝海市场。宠物行业目前在国内已经是一个快速发展的热门赛道，早在 2015 年，公司董事长李守军先生便成立了瑞派宠物医院，公司以自有资金 1000 万元对其进行投资，2016 年再次出资 5000 万元，2019 年获得玛氏集团融资后，估值约 70 亿元，截至 2022Q1，公司持有瑞派宠物医院 9.45%的股权。2021 年瑞派宠物医院通过收购、新建医院，填补了新疆、云南、西藏、江西等空白区域，实现在全国 41 个城市拥有超 400 家门店。公司借助瑞派宠物医院品牌优势，充分结合宠物医生和宠物主的治疗需求，发挥协同效应，全面开展猫三联疫苗临床试验，有望第一家获批上市。

2021 年公司以自有资金 2000 万元投资北京希诺谷生物科技有限公司 5.9% 股权，正式进军动物基因科技领域，；2022 上半年公司投资宠物品牌全渠道运营管理公司——**易宠科技**，持有其 13.8%股权；同时，公司与易宠科技、瑞派宠物医院签订战略合作协议，继续在供应链、渠道整合、数字信息化、宠物医疗等方面建立深入的战略合作关系，进一步构建宠物产业生态圈。此外，公司投资疫苗研发公司——**北京绿竹生物技术股份有限公司**，加强双方在宠物疫苗及宠物创新药品方面的合作。未来，公司将充分依托资本市场力量构建宠物领域协同发展的生态圈，加速对 B 端与 C 端客户的触达，相互强化客户粘性与服务能力，通过并购、合作等方式，大力推广宠物国产产品，将为未来瑞普宠物产业的发展打下良好基础。

图25：公司宠物领域生态圈



资料来源：公司公告，民生证券研究院

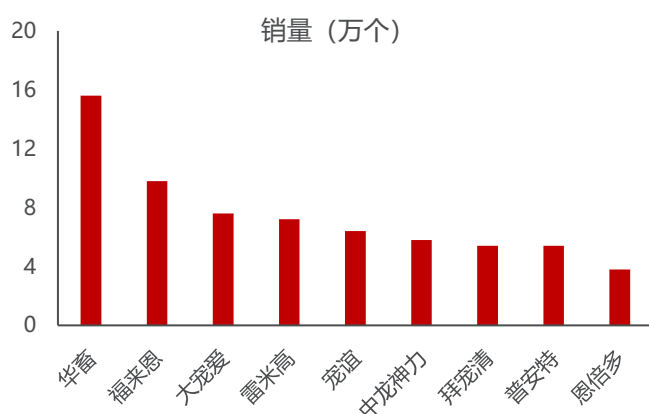
3.2 三大市场现象利于公司开拓宠物药品市场

3.2.1 市场份额分散，国内品牌溢价低

国内宠物市场起步较晚，能够实现“国产替代”的产品大多处于实验室阶段。一般动物疫苗平均研发周期在 5-6 年，所以短期较难出现国产替代品，以贯穿猫一生的妙三多三联疫苗为例，由于 2021 年 7 月新冠疫情影响进口，出现全市断货，全上海竟“一苗难求”。市场仍处于“群雄乱舞”的局面，企业数量众多、规模小、研发能力弱。目前，国内的参与者包括人用药研发企业、经济动物药品研发企业和纯宠物药研发企业。瑞普生物作为正规化的经济动物药品企业，注重研发投入，且同为动物产品，迁移能力强，利于公司实现弯道超车。

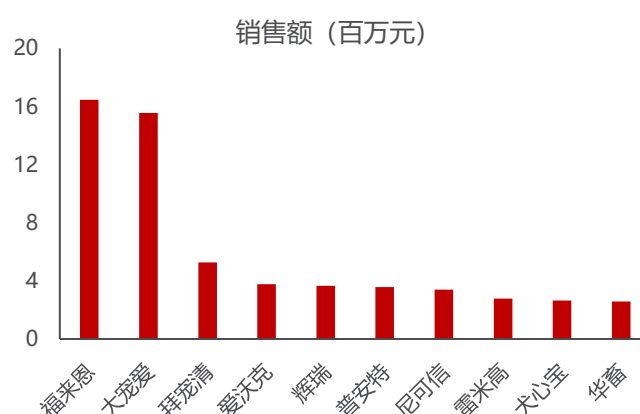
国产宠物药市场呈现低价格、高销量的格局，龙头效益不显著。2021 年 4 月淘宝线上销售数据显示，宠物药品销量 Top10 中 8 个都是国产宠物品牌，其中国产品牌华畜销量最高，为 15.6 万个；其次为德国品牌福来恩，销量为 9.8 万个；而美国品牌大宠爱位居第三，销量为 7.2 万个。与销量截然相反，宠物药品销售额 Top10 中 8 个都是国外宠物品牌，其中中国品牌雷米高和华畜的销售额为 279 和 257 万元，分列第 8 第 10 位。主要是销量靠前的国产宠物药单价普遍偏低，在几十元左右，而国外品牌价格大多都超 200 元，如大宠爱和拜耳。

图26：2021 年 4 月淘宝宠物药品销售量 Top10 排名



资料来源：中国宠物行业白皮书，民生证券研究院

图27：2021 年 4 月淘宝宠物药品销售额 Top10 排名



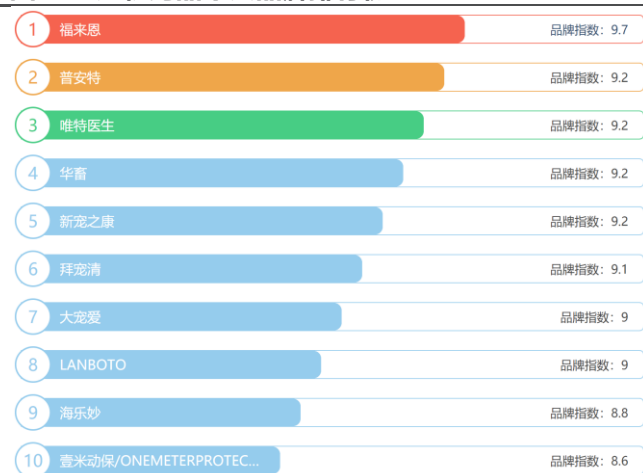
资料来源：中国宠物行业白皮书，民生证券研究院

3.2.2 公司宠物驱虫制剂恰为市场主力需求

给药方式独特，适用范围广，有望开启新的市场需求。在宠物药品 TOP10 排行榜中，除新宠之康、壹米动保之外其余 8 个品牌均以宠物驱虫剂销售为主。其中福来恩、普安特、维特医生、大宠爱、朗博特都以滴剂为主，华畜、拜宠清、海乐妙则以片剂为主。驱虫药市场需求量大，以淘宝平台为例，普安特的明星产品爱滴克月销量超过十万件，其余品牌销量也都“不遑多让”。瑞普生物的新产品派特宁使用喷剂的给药方式，能有效进行体外驱虫，消灭跳蚤、蜱虫、虱子等，

且可以做到全品种、全年龄时期适用。

图28：宠物药品十大品牌排行榜



资料来源：排行榜 123，民生证券研究院

图29：普安特宠物体内外一体驱虫药爱滴克月销量



资料来源：淘宝，民生证券研究院

表5：TOP10 中八个品牌驱虫药产品介绍

产品名	产品形态	使用方式	可消灭虫类	产品价格（元）
福来恩宠物驱虫药内外同驱跳蚤蛔虫	滴剂	体外使用	跳蚤、蜱虫、跳蚤卵、跳蚤幼虫、蛔虫、绦虫、钩虫	348/3 支
普安特宠物狗狗驱虫药猫咪体内一体驱虫跳蚤蜱虫爱滴克非泼罗尼	滴剂/片剂	外/内使用	跳蚤、虱子、蜱虫、成虫、虫卵、疥螨、蛔虫、线虫	68/6 瓶
唯特医生狗狗驱虫药除跳蚤蜱虫幼猫体内驱虫非泼罗尼滴剂	滴剂	体外使用	跳蚤、虱子、蜱虫、成虫、虫卵、疥螨	99/3 支
华畜猫咪驱虫药体内一体驱虫宠物幼猫泰迪狗狗通用打虫药芬苯达唑片	片剂	体内使用	鞭虫、钩虫、蛔虫、线虫、跳蚤、猫肺线虫、猫首线虫、猫胃虫	26.9/盒
拜宠清（Drontal）德国进口拜耳猫咪体内驱虫药	片剂	体内使用	八种常见肠道寄生虫	153/盒
大宠爱 猫驱虫药 体内外同驱虫滴剂驱除猫咪寄生虫	滴剂	体外使用	跳蚤成虫、跳蚤卵、跳蚤幼虫、虱子、耳螨、疥螨、心丝虫、钩虫、蛔虫	297/3 支
朗博特宠物猫咪驱虫药狗狗体外驱蜱虫虱子跳蚤非泼罗尼滴剂	滴剂	体外使用	跳蚤	24/支
海正动保海乐宠米贝肝片宠物狗狗体内驱虫药内外一体犬用螨虫耳螨打虫片	片剂	体内使用	疥螨、跳蚤、耳螨、蠕形螨、钩虫、鞭虫、心丝虫、蛔虫	144/盒

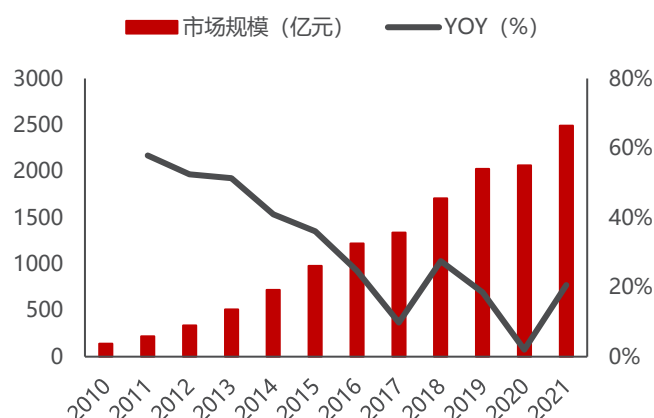
资料来源：淘宝，民生证券研究院

3.2.3 宠物市场规模增长迅速，需求前景广阔

国内宠物市场规模增长迅速。从 2010~2021 年，国内宠物市场规模从 140 增长到 2490 亿元，CAGR 为 29.91%。**分领域看**，截至 2021 年宠物市场主要分为宠物食品、宠物医疗和宠物用品三个板块，分别占比 51.50%、29.20%和 12.80%。而其中又属宠物医疗增幅明显，2019~2021 年，宠物医疗市场份额从 19.00%上升到 29.20%，增加 10.20PCT；宠物食品市场份额从 61.4%下降到

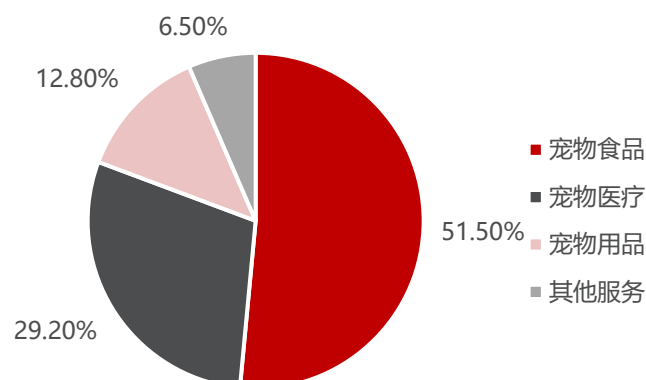
51.5%，减少 9.9PCT。

图30：2010-2021 年国内宠物市场规模及增速



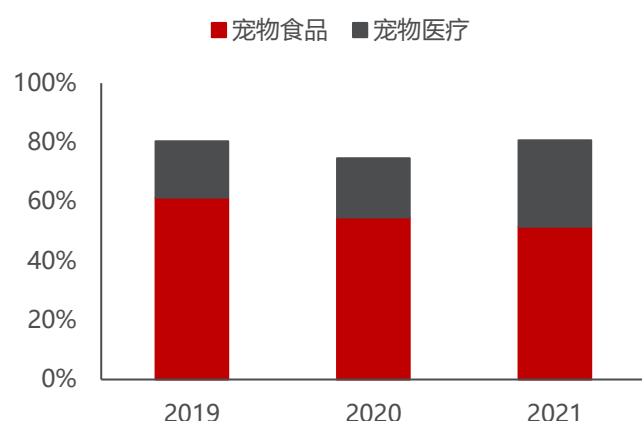
资料来源：中国宠物行业白皮书，民生证券研究院

图31：2021 年国内城镇宠物细分市场占比 (%)



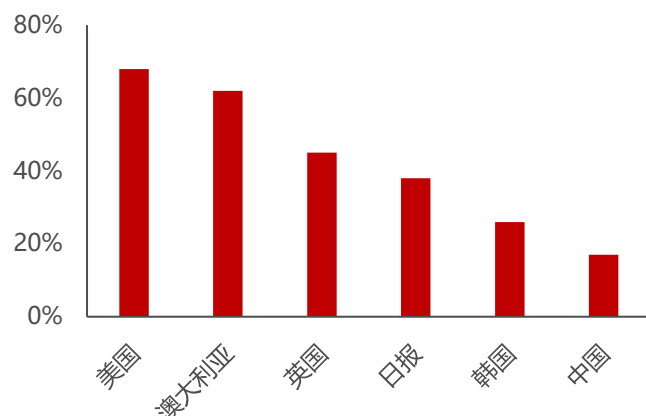
资料来源：中国宠物行业白皮书，民生证券研究院

图32：2019-2021 年国内宠物市场两大占比 (%)



资料来源：中国宠物行业白皮书，民生证券研究院

图33：2019 年世界部分国家宠物渗透率 (%)

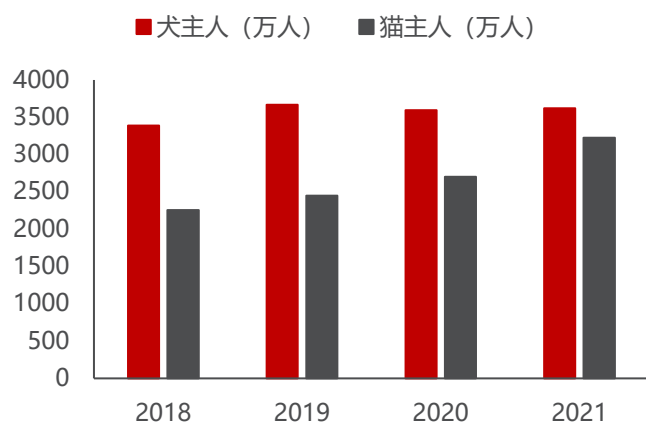


资料来源：中国宠物行业白皮书，民生证券研究院

宠物渗透率较低，体量仍有上升空间。2019 年，我国养宠家庭数量约为 7701 万户，宠物渗透率（即拥有宠物的家庭占有所有家庭的比例）仅为 17%，同期美国宠物渗透率达到 68%、澳大利亚 62%、英国 45%。考虑到中国文化习性和居住空间与欧美国家有较大差异，对标亚洲国家更为合理。2019 年，日本和韩国的宠物渗透率分别为 38%和 26%，相较而言，中国未来宠物体量仍有上升空间。

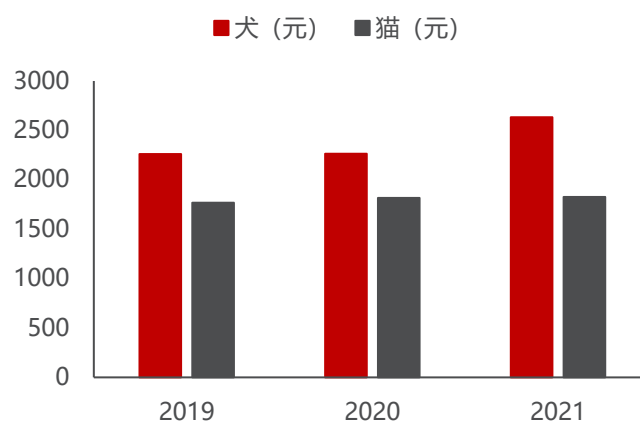
“铲屎官”数量迅速上升，狗狗消费不遑多让。2018~2021 年，我国养宠人数持续增长，猫主人从 2258 上升到 3325 万人，CAGR 为 12.62%，增长迅速；犬主人从 3390 上升到 3619 万人，CAGR 为 2.20%，增长平稳。从单只宠物平均消费金额看，近两年单只犬消费金额增长较快，2021 年为 2634 元，同比 +16.45%；单只猫消费金额基本保持平稳，2021 年为 1826 元。

图34：2018-2021 年国内宠物主人数量（万人）



资料来源：中国宠物行业白皮书，民生证券研究院

图35：2019-2021 国内单只宠物平均消费金额（元）



资料来源：中国宠物行业白皮书，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 禽用疫苗

2021 年公司禽用疫苗板块占营收比例超 45%，产品以重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗、H9 亚型禽流感疫苗产品线系列为主。2022 上半年，更换毒株后的重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rHN5801 株 +rGD59 株，H7N9 rHN7903 株）推出上市，我们预计公司市场占有率将相应有所提升，假设单价维持不变，随着销量增长，预计 2022~2024 年公司禽用疫苗收入实现 10.56、11.11、13.14 亿元，CAGR 为 11.5%

2) 畜用疫苗及化学药品。

公司畜用疫苗收入占比较低，猪蓝耳疫苗为最主要的产品之一，我们假设其市占率维持稳定份额，随着市场需求量的提高，预计 2022~2024 年畜用疫苗板块收入为 1.67、2.08、2.37 亿元，CAGR 为 19.1%。

化学药品板块涵盖化学制剂及原料药两种产品，2022 年上半年，以原料药生产为主的子公司湖北龙翔新厂搬迁完成，随着产能的逐步释放，将进一步提升公司“原料药+制剂”一体化竞争优势，预计 2022~2024 年化学药品板块实现收入 9.03、10.39、12.47 亿元，CAGR 为 17.5%。

表6：公司各业务板块收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (亿元)	20.07	21.27	23.59	27.97
增速 (%)	0.4%	6.0%	10.9%	18.6%
营业成本 (亿元)	9.67	9.73	10.55	12.37
毛利 (亿元)	10.40	11.54	13.04	15.61
毛利率 (%)	51.8%	54.2%	55.3%	55.8%
禽用疫苗				
营业收入 (亿元)	9.11	10.56	11.11	13.14
增速 (%)	-5.3%	15.9%	5.2%	18.2%
营业成本 (亿元)	3.44	3.91	4.00	4.73
毛利 (亿元)	5.67	6.65	7.11	8.41
毛利率 (%)	62.2%	63.0%	64.0%	64.0%
畜用疫苗				
营业收入 (亿元)	1.59	1.67	2.08	2.37
增速 (%)	-2.0%	5.2%	24.6%	13.8%
营业成本 (亿元)	0.53	0.59	0.62	0.78
毛利 (亿元)	1.06	1.09	1.46	1.59
毛利率 (%)	66.6%	65.0%	70.0%	67.0%
原料药及制剂				
营业收入 (亿元)	9.46	9.03	10.39	12.47
增速 (%)	6.9%	-4.5%	15.0%	20.0%
营业成本 (亿元)	5.45	5.24	5.92	6.86
毛利 (亿元)	4.01	3.79	4.47	5.61
毛利率 (%)	42.4%	42.0%	43.0%	45.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司作为动保行业头部企业，业务板块涵盖禽用疫苗、畜用疫苗、原料药及制剂三大类，因此我们选取同样覆盖了畜禽疫苗及化药业务的普莱柯和中牧股份两家上市公司作为参考，对应 2022 年 PE 均值为 33 倍，考虑到公司领先布局宠物市场，随着国内宠物保有量的快速增长，公司估值中枢有望进一步上移。

表7：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600195.SH	中牧股份	13.52	0.51	0.58	0.71	0.82	26	23	19	16
603566.SH	普莱柯	32.00	0.76	0.75	1.01	1.21	29	43	32	26
行业平均							28	33	25	21
300119.SZ	瑞普生物	21.76	0.88	0.83	0.99	1.22	25	26	22	18

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 9 月 2 日

4.3 投资建议

预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 3.88、4.62、5.72 亿元，对应 EPS 分别为 0.83、0.99、1.22 元，对应 PE 分别为 26、22、18 倍。受疫情等多方面影响，国内白羽肉鸡引种量连续下滑，随着供给的逐步收紧，白羽肉鸡即将开启反转行情，叠加生猪、黄鸡也已处于上行周期，考虑到公司作为禽用疫苗领域头部企业，有望充分收益于禽畜景气度上行带来的量价齐升的红利。此外公司领先布局宠物药品市场，随着国内宠物市场的快速发展，有望快速抢占市场份额，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 新品上市不及预期。公司目前在研产品众多，若产品无法顺利通过复检取得新兽药注册证书并获批上市，将使得公司市占率提升不达预期。。

2) 猪价上涨不及预期。若未来养殖业景气反转幅度低于预期，则导致养殖场免疫积极性提高受阻，产品需求不及预期，公司盈利能力或将受到影响。

3) 突发重大动物疫病。突发性的重大动物疫情或在短期内使得养殖户降低养殖量，将使得动保产品及饲料销量大幅下滑，从而导致公司经营状况下滑。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,007	2,127	2,359	2,797
营业成本	967	973	1,055	1,237
营业税金及附加	19	21	23	27
销售费用	379	395	437	520
管理费用	150	172	187	221
研发费用	118	125	137	163
EBIT	386	441	520	629
财务费用	19	12	7	-4
资产减值损失	-1	-2	-1	-1
投资收益	18	14	15	19
营业利润	499	472	561	693
营业外收支	-12	0	0	0
利润总额	488	473	562	693
所得税	54	52	65	78
净利润	434	421	497	615
归属于母公司净利润	413	388	462	572
EBITDA	478	547	626	736

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,310	1,284	1,359	1,497
应收账款及票据	606	550	614	728
预付款项	35	42	41	49
存货	360	371	402	469
其他流动资产	749	1,067	1,069	1,081
流动资产合计	3,062	3,314	3,485	3,824
长期股权投资	275	275	275	275
固定资产	799	904	984	1,045
无形资产	246	247	247	246
非流动资产合计	2,629	2,648	2,667	2,681
资产合计	5,691	5,962	6,152	6,505
短期借款	591	591	391	191
应付账款及票据	281	273	296	348
其他流动负债	251	275	286	326
流动负债合计	1,124	1,138	973	866
长期借款	90	90	90	90
其他长期负债	153	153	153	153
非流动负债合计	243	243	243	243
负债合计	1,367	1,382	1,216	1,109
股本	468	468	468	468
少数股东权益	291	323	358	401
股东权益合计	4,324	4,581	4,936	5,395
负债和股东权益合计	5,691	5,962	6,152	6,505

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.34	5.96	10.89	18.61
EBIT 增长率	-8.24	14.30	17.89	20.91
净利润增长率	3.66	-5.95	18.99	23.88
盈利能力 (%)				
毛利率	51.80	54.24	55.28	55.79
净利润率	21.60	19.78	21.07	21.97
总资产收益率 ROA	7.25	6.51	7.51	8.80
净资产收益率 ROE	10.24	9.12	10.09	11.46
偿债能力				
流动比率	2.72	2.91	3.58	4.42
速动比率	2.37	2.55	3.13	3.82
现金比率	1.17	1.13	1.40	1.73
资产负债率 (%)	24.02	23.18	19.77	17.05
经营效率				
应收账款周转天数	104.18	90.00	90.00	90.00
存货周转天数	136.01	139.11	138.98	138.53
总资产周转率	0.35	0.36	0.38	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	0.83	0.99	1.22
每股净资产	8.61	9.09	9.78	10.67
每股经营现金流	0.82	1.11	1.18	1.30
每股股利	0.35	0.35	0.30	0.33
估值分析				
PE	25	26	22	18
PB	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	20.13	17.63	14.95	12.27
股息收益率 (%)	1.61	1.61	1.39	1.52

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	434	421	497	615
折旧和摊销	92	106	107	107
营运资金变动	-84	-20	-61	-108
经营活动现金流	383	521	551	610
资本开支	-303	-86	-86	-81
投资	-336	-284	-40	-40
投资活动现金流	-627	-356	-111	-102
股权募资	1,325	0	0	0
债务募资	191	0	-200	-200
筹资活动现金流	1,260	-191	-364	-370
现金净流量	1,016	-26	76	138

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2022H1)	4
图 3: 公司集团产业集群	4
图 4: 2016~2022H1 公司营业收入及增速.....	5
图 5: 2016~2022H1 年公司归母净利及增速.....	5
图 6: 2021 年公司各业务收入占比	5
图 7: 2021 年公司各业务毛利占比	5
图 8: 2016~2021 年公司毛利率变动 (%)	6
图 9: 2016~2021 年公司期间费用率变动 (%)	6
图 10: 2016~2021 年公司毛利率与可比公司对比	6
图 11: 2016~2021 年公司研发费用率与可比公司对比	6
图 12: 公司归母净利润与鸡苗价格对比	6
图 13: 公司股价与鸡苗价格对比	6
图 14: 2016~2021 年公司禽用疫苗收入及增速.....	7
图 15: 2016~2021 年公司禽用疫苗销量	7
图 16: 2021 年公司新支二联苗批签发占比	8
图 17: 2021 年公司重组禽流感三价灭活疫苗批签发占比	8
图 18: 白羽肉鸡免疫程序.....	8
图 19: 2016~2021 年公司畜用疫苗收入及增速.....	9
图 20: 2016~2021 年公司畜用疫苗销量	9
图 21: 2016~2021 年公司研发投入情况	10
图 22: 2021 年公司与可比公司研发人员对比	10
图 23: 2022 年兽药十大品牌榜	11
图 24: 2021 年公司三种销售模式收入占比 (%)	11
图 25: 公司宠物领域生态圈.....	13
图 26: 2021 年 4 月淘宝宠物药品销售量 Top10 排名.....	14
图 27: 2021 年 4 月淘宝宠物药品销售额 Top10 排名.....	14
图 28: 宠物药品十大品牌排行榜	15
图 29: 普安特宠物体内外一体驱虫药爱滴克月销量	15
图 30: 2010-2021 年国内宠物市场规模及增速.....	16
图 31: 2021 年国内城镇宠物细分市场占比 (%)	16
图 32: 2019-2021 年国内宠物市场两大占比 (%)	16
图 33: 2019 年世界部分国家宠物渗透率 (%)	16
图 34: 2018-2021 年国内宠物主人数量 (万人)	17
图 35: 2019-2021 国内单只宠物平均消费金额 (元)	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司畜禽类主要疫苗产品	9
表 2: 公司畜禽类在研产品 (截至 2022 年 6 月 30 日)	10
表 3: 公司宠物用产品	12
表 4: 公司宠物类在研产品 (截至 2022 年 6 月 30 日)	12
表 5: TOP10 中八个品牌驱虫药产品介绍	15
表 6: 公司各业务板块收入预测	18
表 7: 可比公司 PE 数据对比	19
公司财务报表数据预测汇总	21

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026