

瑞普生物(300119.SZ)
收入降幅收窄，利润周期底部特征明显

评级： 增持 **前次： 买入**
目标价(元)： 12.3
 分析师 分析师
 谢刚 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2014年10月24日

基本状况

总股本(百万股)	389.15
流通股本(百万股)	389.15
市价(元)	11.63
市值(百万元)	4525.77
流通市值(百万元)	4525.77

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	656.39	754.90	663.19	846.91	1,030.75
营业收入增速	11.69%	15.01%	-12.15%	27.70%	21.71%
净利润增长率	26.28%	5.47%	-48.18%	101.45%	45.89%
摊薄每股收益(元)	0.75	0.78	0.20	0.41	0.59
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市 预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	25.29	32.44	56.33	27.96	19.17
PEG	0.96	5.93	—	0.28	0.42
每股净资产(元)	7.70	8.31	4.65	5.05	5.65
每股现金流量	0.47	0.46	0.52	0.30	0.51
净资产收益率	9.71%	9.43%	4.36%	8.07%	10.53%
市净率	2.45	3.06	2.45	2.26	2.02
总股本(百万股)	192.78	193.95	389.15	389.15	389.15

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件：**瑞普生物公布 2014 年三季报，公司前三季度实现营业收入 4.50 亿元，同比下降 16.01%，其中 Q3 单季收入 1.67 亿元，同比下降 3.99%；前三季度实现归属上市公司股东净利润 3930 万元，同比下滑 59.32%，折合 EPS0.10 元，其中 3 季度单季净利润下滑 70%，创下今年最低。
- Q3 单季收入降幅趋缓，由于费用刚性，利润降幅依然偏大。**我们考察了公司 2014 年各个季度的经营数据，发现 Q1、Q2、Q3 单季度收入增速分别为 -3.99%、-23.39%、-19.84%，归属于上市公司股东净利润分别为 1851.05 万元、1294.85 万元、784.52 万元，同比 -38.57%、-67.57%、-70.47%。我们分析系由于期间费用绝对值刚性，致使当期利润下降幅度较收入降幅更大。
- 根据行业规律，在行业景气底部反转向上阶段，收入通常是利润的领先指标，收入降幅收敛之后大约 1-2 个季度，我们将会看到明显的利润底部特征，此后周期向上的弹性将会非常明显。**我们判断未来几个季度公司营收表现同比逐步好转，从周期角度来看，我们判断收入和利润环比和同比大幅改善的迹象要等到明年 2 季度。主要原因在于 7 月份以来鸡苗价格出现快速上涨，表明养殖户补栏情绪较为积极，但由于祖代鸡引种量仍低于去年同期水平，这意味未来半年内禽类存栏量将持续低于去年同期水平，只有等到养殖景气周期进入大周期晚期，存栏量处于高位，兽药行业的销售量才会出现环比和同比的大幅改善，其业绩表现较养殖企业具有后周期属性。

- 中长期来看，重磅产品储备的研发进展是公司能够突破养殖行业周期实现稳健增长的关键所在。目前在研发的腹泻三联苗和禽流感 DNA 苗目前均处于农业部复审阶段，大产品推出有利于公司摆脱缺乏大产品带来业绩波动较大的特性。
- 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.20 元、0.41 元和 0.60 元，按 2014 年 30XPE 取计算，目标价 12.3 元，将评级下调至“增持”，但从周期股的特性来看，在景气周期底部增持等待景气回升是比较好的策略。

图表 1: 瑞普生物主营业务收入预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
生物制品								
销售收入 (百万元)	212.37	242.17	307.37	339.73	418.42	359.98	491.00	611.39
增长率 (YOY)	N/A	14.03%	26.92%	10.53%	23.16%	-13.97%	36.40%	24.52%
毛利率	81.20%	73.65%	71.24%	69.10%	66.94%	67.71%	67.44%	67.56%
销售成本 (百万元)	39.92	63.80	88.41	104.99	138.33	116.25	159.88	198.32
增长率 (YOY)	N/A	59.82%	38.57%	18.75%	31.75%	-15.96%	37.53%	24.04%
毛利 (百万元)	172.45	178.36	218.96	234.74	280.09	243.73	331.12	413.08
增长率 (YOY)	N/A	3.43%	22.76%	7.21%	19.32%	-12.98%	35.86%	24.75%
占总销售额比重	74.51%	70.07%	52.30%	51.76%	55.43%	54.28%	57.98%	59.32%
占主营业务利润比重	78.29%	72.84%	66.90%	61.27%	62.52%	63.59%	66.92%	66.91%
制剂								
销售收入 (百万元)	72.65	102.28	134.44	184.99	222.47	178.22	207.07	260.72
增长率 (YOY)	N/A	40.80%	31.44%	37.60%	20.26%	-19.89%	16.19%	25.91%
毛利率	65.82%	64.01%	68.78%	68.40%	68.14%	68.22%	68.06%	68.31%
销售成本 (百万元)	24.83	36.82	41.98	58.47	70.87	56.64	66.13	82.61
增长率 (YOY)	N/A	48.28%	14.02%	39.28%	21.22%	-20.08%	16.75%	24.91%
毛利 (百万元)	47.82	65.47	92.46	126.52	151.60	121.58	140.94	178.11
增长率 (YOY)	N/A	36.91%	41.24%	36.84%	19.82%	-19.80%	15.92%	26.37%
占总销售额比重	25.49%	29.59%	22.88%	28.18%	29.47%	26.87%	24.45%	25.29%
占主营业务利润比重	21.71%	26.74%	28.25%	33.02%	33.84%	31.72%	28.48%	28.85%
原料药								
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	154.44	140.53	125.16	139.68	165.73	178.19
增长率 (YOY)	N/A	—	—	-9.00%	-10.94%	11.60%	18.65%	7.52%
毛利率	0.00%	0.00%	8.56%	12.69%	11.57%	11.86%	12.74%	13.60%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	141.21	122.69	110.69	123.11	144.62	153.95
增长率 (YOY)	N/A	—	—	-13.11%	-9.79%	11.22%	17.47%	6.45%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	13.23	17.84	14.48	16.57	21.11	24.23
增长率 (YOY)	N/A	—	—	34.87%	-18.85%	14.46%	27.38%	14.81%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	26.28%	21.41%	16.58%	21.06%	19.57%	17.29%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	4.04%	4.66%	3.23%	4.32%	4.27%	3.93%
销售收入小计	285.02	345.62	587.71	656.39	754.90	663.19	846.91	1030.75
销售成本小计	64.75	100.75	260.43	273.26	306.88	279.94	352.13	413.41
毛利	220.26	244.87	327.29	383.13	448.02	383.26	494.78	617.34
平均毛利率	77.28%	70.85%	55.69%	58.37%	59.35%	57.79%	58.42%	59.89%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 瑞普生物三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	588	656	755	663	847	1,031	货币资金	897	702	511	665	378	529
营业成本	-260	-273	-307	-280	-352	-413	存货	112	126	114	123	154	181
毛利	327	383	448	383	495	617	流动资产	1,309	1,147	1,076	1,093	908	1,154
营业税金及附加	-4	-5	-6	-5	-6	-8	长期投资	20	11	11	-18	-18	-18
营业费用	-139	-137	-190	-199	-212	-237	%总资产	13.2%	24.5%	34.3%	37.1%	48.8%	44.0%
管理费用	-62	-98	-105	-103	-114	-124	非流动资产	362	647	927	936	1,247	1,275
息税前利润 (EBIT)	122	142	147	77	162	249	资产总计	1,671	1,793	2,003	2,029	2,155	2,429
财务费用	25	21	15	7	7	6	应付款项	104	104	169	132	164	192
资产减值损失	-4	-6	-11	-10	-6	-6	流动负债	153	153	215	230	189	223
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	1	1	1	其他长期负债	22	53	68	68	68	68
营业利润	144	159	151	75	164	250	普通股股东权益	1,393	1,484	1,611	1,808	1,967	2,198
营业外收支	6	18	28	20	25	25	负债股东权益合计	1,671	1,793	2,003	2,029	2,155	2,429
税前利润	150	178	179	95	189	275		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-22	-26	-26	-13	-27	-38	每股收益(元)	0.769	0.747	0.784	0.202	0.408	0.595
净利润	128	152	153	82	163	236	每股净资产(元)	9.393	7.699	8.308	4.646	5.054	5.648
少数股东损益	14	8	1	3	4	5	每股经营现金净流(元)	0.609	0.466	0.457	0.523	0.299	0.509
归属于母公司的净利润	114	144	152	79	159	231	回报率						
							净资产收益率	8.19%	9.71%	9.43%	4.36%	8.07%	10.53%
							总资产收益率	6.83%	8.03%	7.59%	3.55%	6.78%	8.87%
							投入资本收益率	16.98%	13.42%	10.29%	5.17%	8.11%	11.84%
							增长率						
							营业总收入增长率	70.05%	11.69%	15.01%	-12.15%	27.70%	21.71%
							EBIT 增长率	16.25%	16.70%	3.30%	-47.91%	112.16%	53.26%
							净利润增长率	38.23%	26.28%	5.47%	-48.18%	101.45%	45.89%
							总资产增长率	3.01%	7.31%	11.70%	1.29%	6.21%	12.74%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	56.8	81.9	125.1	80.0	80.0	80.0
							存货周转天数	124.1	158.7	142.5	160.0	160.0	160.0
							应付账款周转天数	80.0	95.6	94.2	95.0	95.0	95.0
							固定资产周转天数	108.7	149.3	153.9	181.0	149.0	120.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-57.60%	-42.32%	-28.35%	-34.66%	-18.13%	-22.81%
							EBIT 利息保障倍数	-4.9	-6.6	-10.0	-10.8	-24.0	-42.2
							资产负债率	10.48%	11.54%	14.12%	13.41%	10.99%	11.13%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。