

# 瑞普生物 (300119)

证券研究报告

2018年04月24日

## 2017 年肉鸡养殖不景气拖累禽苗业绩，2018 年预计好转！

**事件:** 公司公布 2017 年年报及 2018 年一季报, 公司 2017 年收入 10.47 亿, 同比增加 7.99%, 归母净利润 1.05 亿元, 同比下滑 21.00%; 其中四季度实现营收 3.03 亿元, 归母净利润 247.07 万元。公司 2018 年一季度收入 2.94 亿元, 同比增加 28.38%, 归母净利润 0.38 亿元, 同比增加 22.19%。

### 1、受益于大客户开发和养猪行业盈利，2017 公司猪苗业务稳健增长。

2017 年公司畜用（主要猪苗）疫苗收入 1.7 亿元，同比增长 12.70%，我们认为猪苗的增长主要原因有三点：第一，根据公司公告公司产品种类齐全，下游行业规模化程度提高带动公司产品销量提高；第二，向大客户倾斜，大客户直销占比提升，这一点也在年报中披露。我们预计 2018 年猪苗业务将稳健增长。

### 2、肉鸡养殖不景气拖累禽苗业绩。2018 年预计将明显改善。

受供需关系和 H7N9 的影响，2017 年白羽肉鸡行情偏弱，养殖总量下滑。公司家禽网络业务出现下滑，禽苗实现收入 4.1 亿元，同比下滑 9.8%。其中，华南生物禽流感病毒 H5 亚型灭活疫苗（D7 株+rD8 株）的成功研制及上市，弥补了瑞普生物作为国内禽用疫苗主要供应商的产品空缺。华南生物 17 年收入 1.15 亿元左右。报告期内，公司积极推进从产品销售向提供解决方案战略转型，向集团化客户倾斜，在肉鸡行情整体偏弱的情况下，家禽集团业务增长迅猛。预计 2018 年肉鸡养殖行业景气持续，叠加大客户的继续增长，公司禽苗业务将景气复苏。此外，报告期内，兽用药物实现销售收入 4.89 亿元，较上年增长 27.38%。我们预计，兽药板块未来 2 年收入仍可保持 20% 以上的增长。

### 3、宠物板块持续扩张，有望成为公司新盈利点。

根据《2017 年中国宠物行业白皮书》，2010-2020 年宠物市场规模将以 30.9% 的速度高速增长。我们预计未来 5 年宠物产业市场规模将达约 1500 亿。17 年 5 月公司再次增资后控股瑞派宠物 15.54%，根据公司官网，截止 2018 年 4 月，瑞派宠物官网显示医院数量已超过 300 家，目前门店数量行业领先。我们预计单店平均收入 200-300 万元，净利润率 15%-20% 左右。根据公司公告，2018 年瑞普生物将继续围绕动物健康产业进行投资并购，着重加快宠物产业的并购整合步伐，推动中国宠物产业快速发展。

**投资建议:** 由于 2017 年禽苗业绩增速不达预期，增长基数下降，故将 18/19 年归属母公司净利润 2.5/3.3 亿下调至 1.68/2.35 亿元，2020 年归母净利润 3.13 亿元。当前股价对应 2018 年业绩约 25 倍，由于净利润下调，对应目标价由 21 元下调至 12.6 元。**风险提示:** 销售不达预期；疫病风险；坏账计提风险；宠物医院扩张不达预期

#### 投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.34 元
目标价格	12.6 元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	404.49
流通 A 股股本(百万股)	204.74
A 股总市值(百万元)	4,182.46
流通 A 股市值(百万元)	2,117.05
每股净资产(元)	4.92
资产负债率(%)	23.90
一年内最高/最低(元)	15.52/9.05

#### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

- 1 《瑞普生物-季报点评:宠物医院扩张如期进行，预计 4 季度业绩开始加速!》 2017-10-26
- 2 《瑞普生物-半年报点评:预计下半年公司业绩加速改善，宠物医院加速扩张!》 2017-08-26
- 3 《瑞普生物-公司点评:业绩加速改善，宠物医院扩张继续提速》 2017-07-26

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	969.86	1,047.33	1,341.52	1,705.12	2,172.22
增长率(%)	22.33	7.99	28.09	27.10	27.39
EBITDA(百万元)	235.65	215.26	292.25	393.81	527.59
净利润(百万元)	132.78	104.90	168.12	235.42	313.21
增长率(%)	20.37	(21.00)	60.28	40.03	33.05
EPS(元/股)	0.33	0.26	0.42	0.58	0.77
市盈率(P/E)	31.50	39.87	24.88	17.77	13.35
市净率(P/B)	2.20	2.14	2.03	1.87	1.68
市销率(P/S)	4.31	3.99	3.12	2.45	1.93
EV/EBITDA	29.58	22.53	13.87	10.37	7.58

资料来源：wind，天风证券研究所



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	295.05	397.80	192.76	202.42	339.25
应收账款	342.44	370.62	606.63	496.27	908.77
预付账款	41.63	90.36	21.70	125.38	70.97
存货	218.90	236.78	270.06	361.90	443.15
其他	275.42	222.86	197.30	234.81	225.09
<b>流动资产合计</b>	<b>1,173.44</b>	<b>1,318.42</b>	<b>1,288.45</b>	<b>1,420.78</b>	<b>1,987.23</b>
长期股权投资	89.83	86.46	86.46	86.46	86.46
固定资产	855.25	835.35	851.09	870.75	879.76
在建工程	80.31	93.94	92.36	103.42	92.05
无形资产	320.64	330.71	312.70	294.69	276.67
其他	213.70	259.32	253.55	254.33	254.09
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,559.74</b>	<b>1,605.79</b>	<b>1,596.16</b>	<b>1,609.64</b>	<b>1,589.03</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,733.17</b>	<b>2,924.21</b>	<b>2,884.61</b>	<b>3,030.42</b>	<b>3,576.26</b>
短期借款	239.50	379.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	185.49	175.35	361.41	276.58	481.79
其他	93.07	102.95	122.09	139.46	178.22
<b>流动负债合计</b>	<b>518.07</b>	<b>657.30</b>	<b>483.50</b>	<b>416.04</b>	<b>660.01</b>
长期借款	15.38	9.23	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	94.29	81.42	86.70	87.47	85.19
<b>非流动负债合计</b>	<b>109.68</b>	<b>90.65</b>	<b>86.70</b>	<b>87.47</b>	<b>85.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>627.74</b>	<b>747.95</b>	<b>570.20</b>	<b>503.50</b>	<b>745.21</b>
少数股东权益	201.95	224.39	249.69	288.42	341.00
股本	404.49	404.49	404.49	404.49	404.49
资本公积	943.83	948.00	948.00	948.00	948.00
留存收益	1,498.99	1,547.37	1,660.23	1,834.00	2,085.55
其他	(943.83)	(948.00)	(948.00)	(948.00)	(948.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,105.43</b>	<b>2,176.26</b>	<b>2,314.42</b>	<b>2,526.91</b>	<b>2,831.05</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,733.17</b>	<b>2,924.21</b>	<b>2,884.61</b>	<b>3,030.42</b>	<b>3,576.26</b>

  

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	153.30	124.76	168.12	235.42	313.21
折旧摊销	78.21	91.45	63.85	67.30	70.37
财务费用	10.09	15.12	16.70	19.70	38.20
投资损失	(7.15)	(15.74)	(8.93)	(8.93)	(8.93)
营运资金变动	(233.05)	(90.57)	46.04	(190.81)	(188.84)
其它	206.26	(17.45)	25.30	38.73	52.58
<b>经营活动现金流</b>	<b>207.67</b>	<b>107.57</b>	<b>311.08</b>	<b>161.41</b>	<b>276.59</b>
资本支出	91.04	101.48	54.72	79.23	52.27
长期投资	(0.80)	(3.37)	0.00	0.00	0.00
其他	(540.23)	(156.43)	(105.80)	(150.30)	(93.35)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(449.98)</b>	<b>(58.32)</b>	<b>(51.07)</b>	<b>(71.07)</b>	<b>(41.07)</b>
债权融资	254.88	388.23	0.00	0.00	0.00
股权融资	213.72	(1.47)	(12.63)	(14.96)	(32.29)
其他	(173.96)	(309.84)	(452.42)	(65.72)	(66.40)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>294.65</b>	<b>76.92</b>	<b>(465.05)</b>	<b>(80.68)</b>	<b>(98.68)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>52.33</b>	<b>126.17</b>	<b>(205.04)</b>	<b>9.66</b>	<b>136.84</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>969.86</b>	<b>1,047.33</b>	<b>1,341.52</b>	<b>1,705.12</b>	<b>2,172.22</b>
营业成本	413.61	492.10	526.74	663.62	838.39
营业税金及附加	12.24	16.06	14.91	22.20	28.57
营业费用	199.69	216.47	308.55	375.13	456.17
管理费用	176.32	188.32	254.89	306.92	380.14
财务费用	8.90	14.56	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	16.71	25.34	16.97	19.67	20.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.15	15.74	8.93	8.93	8.93
其他	(14.31)	(63.33)	(17.85)	(17.85)	(17.85)
<b>营业利润</b>	<b>149.54</b>	<b>142.08</b>	<b>211.70</b>	<b>306.80</b>	<b>419.02</b>
营业外收入	31.66	3.39	17.55	17.53	12.82
营业外支出	2.75	0.99	1.70	1.81	1.50
<b>利润总额</b>	<b>178.45</b>	<b>144.47</b>	<b>227.55</b>	<b>322.52</b>	<b>430.35</b>
所得税	25.15	19.72	34.13	48.38	64.55
<b>净利润</b>	<b>153.30</b>	<b>124.76</b>	<b>193.42</b>	<b>274.15</b>	<b>365.79</b>
少数股东损益	20.52	19.86	25.30	38.73	52.58
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>132.78</b>	<b>104.90</b>	<b>168.12</b>	<b>235.42</b>	<b>313.21</b>
每股收益(元)	0.33	0.26	0.42	0.58	0.77

  

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.33%	7.99%	28.09%	27.10%	27.39%
营业利润	19.37%	-4.99%	49.00%	44.93%	36.58%
归属于母公司净利润	20.37%	-21.00%	60.28%	40.03%	33.05%
<b>获利能力</b>					
毛利率	57.35%	53.01%	60.74%	61.08%	61.40%
净利率	13.69%	10.02%	12.53%	13.81%	14.42%
ROE	6.98%	5.37%	8.14%	10.52%	12.58%
ROIC	8.66%	7.04%	9.83%	14.34%	18.18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.97%	25.58%	19.77%	16.62%	20.84%
净负债率	8.76%	3.58%	-1.65%	14.94%	10.64%
流动比率	2.27	2.01	2.66	3.42	3.01
速动比率	1.84	1.65	2.11	2.55	2.34
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.87	2.94	2.75	3.09	3.09
存货周转率	4.84	4.60	5.29	5.40	5.40
总资产周转率	0.38	0.37	0.46	0.58	0.66
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.33	0.26	0.42	0.58	0.77
每股经营现金流	0.51	0.27	0.77	0.40	0.68
每股净资产	4.71	4.83	5.10	5.53	6.16
<b>估值比率</b>					
市盈率	31.50	39.87	24.88	17.77	13.35
市净率	2.20	2.14	2.03	1.87	1.68
EV/EBITDA	29.58	22.53	13.87	10.37	7.58
EV/EBIT	44.00	38.86	17.75	12.50	8.74

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com