

## 稳步推进, 全面布局多品类

### 投资要点

- **业绩总结:** 2019年第一季度, 公司实现营业收入3.1亿元, 同比增长4.4%; 归属上市公司股东净利润4329.2万元, 比去年同期增长12.5%。
- **禽苗增长符合预期, 家畜业务短暂拖累。** 报告期内公司各个业务呈不同表现态势。公司家畜业务受下游非洲猪瘟疫情影响, 行业产能出现快速淘汰、存栏大幅下降, 进而导致猪用疫苗销售受到较大影响, 收入同比下滑近40%, 但我们预期下半年随着猪价上行有望带动养猪户补栏积极性, 从而拉动家畜业务复苏。与此同时, 公司家禽业务表现良好, 收入同比增长约30%。尤其是公司华南生物的重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗2月份顺利上市, 以及国家对高致病性禽流感防控力度的加大, 一季度华南生物收入同比增长约70%, 从而带动了公司整体净利润的增长。
- **限制性股票激励彰显信心。** 公司同时发布了2019年限制性股票激励计划, 预计对合计223人拟授予的限制性股票数量不超过656.7万股, 占本激励计划草案公告时公司股本总额的1.6%。且2019-2021各年度业绩考核指标为以2018年净利润为基数, 净利润增长率分别不低于25%、40%、55%。
- **全面布局, 稳步迈进。** 另外, 公司与嘉兴安宇生物科技有限公司签署合作研发口蹄疫病毒基因工程疫苗框架协议的公告。安宇生物是一家致力于生物科技产品开发的, 拥有三十年海外生物科技领域的从业经验, 主导过多项世界前沿基因疫苗、新型基因治疗医药、原创性新型抗原靶标的开发、腺病毒基因载体平台的研发和细胞株系的构建、基因组学和生物信息分析等。合作内容为安宇生物负责研发口蹄疫病毒基因工程疫苗, 并取得猪牛口蹄疫O、A株二价基因工程疫苗新兽药证书, 及负责后续口蹄疫病毒基因工程疫苗的毒株构建。公司列入新兽药证书研制单位之一并享有该产品的生产权且成为该产品的独家生产商。我们认为公司有望凭借新品H5+7高致病性禽流感疫苗及口蹄疫基因工程疫苗的全面布局, 跻身成为国内一线疫苗生产企业。
- **盈利预测与评级。** 预计2019-2021年EPS分别为0.51元、0.75元、0.91元, 对应动态PE为38、26、21倍, 给予公司2020年30倍估值, 对应目标价22.5元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争或加剧、公司产品销售或不及预期、原材料价格或波动。

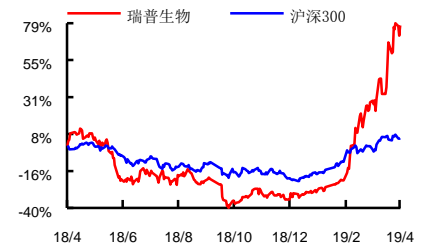
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1189.87	1609.14	2055.56	2511.41
增长率	13.61%	35.24%	27.74%	22.18%
归属母公司净利润(百万元)	118.98	205.08	304.54	369.78
增长率	13.43%	72.36%	48.50%	21.42%
每股收益EPS(元)	0.29	0.51	0.75	0.91
净资产收益率ROE	6.26%	9.82%	13.37%	14.85%
PE	65	38	26	21
PB	3.44	3.20	2.92	2.66

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿  
执业证号: S1250518120001  
电话: 021-68415832  
邮箱: xuq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.04
流通A股(亿股)	1.93
52周内股价区间(元)	6.48-19.36
总市值(亿元)	77.66
总资产(亿元)	29.98
每股净资产(元)	4.97

### 相关研究

1. 瑞普生物(300119): 禽苗增长符合预期, 家畜业务短暂拖累业绩 (2019-04-10)
2. 瑞普生物(300119): 养殖后周期+新品重磅, 公司进入爆发期 (2019-03-26)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1189.87	1609.14	2055.56	2511.41	净利润	141.04	238.08	355.87	433.24
营业成本	593.59	783.88	967.88	1187.41	折旧与摊销	92.84	119.10	119.10	119.10
营业税金及附加	16.60	22.83	29.39	35.67	财务费用	15.59	25.46	36.65	41.23
销售费用	231.60	313.78	390.56	477.17	资产减值损失	18.22	0.00	0.00	0.00
管理费用	110.08	209.19	246.67	301.37	经营营运资本变动	-118.56	-221.31	-294.64	-285.51
财务费用	15.59	25.46	36.65	41.23	其他	25.75	-20.10	-25.40	-30.20
资产减值损失	18.22	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>174.88</b>	<b>141.23</b>	<b>191.57</b>	<b>277.86</b>
投资收益	13.44	20.10	25.40	30.20	资本支出	-49.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-96.01	18.82	25.65	30.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-145.41</b>	<b>18.82</b>	<b>25.65</b>	<b>30.30</b>
<b>营业利润</b>	<b>161.70</b>	<b>274.10</b>	<b>409.81</b>	<b>498.76</b>	短期借款	-28.44	453.94	161.26	137.15
其他非经营损益	0.25	0.67	0.43	0.53	长期借款	-9.23	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>161.95</b>	<b>274.77</b>	<b>410.24</b>	<b>499.29</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	20.90	36.69	54.37	66.05	支付股利	-60.67	-68.82	-118.62	-176.15
净利润	141.04	238.08	355.87	433.24	其他	-27.58	-28.53	-36.65	-41.23
少数股东损益	22.07	33.00	51.33	63.46	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-125.93</b>	<b>356.59</b>	<b>5.99</b>	<b>-80.24</b>
归属母公司股东净利润	118.98	205.08	304.54	369.78	<b>现金流量净额</b>	<b>-96.46</b>	<b>516.63</b>	<b>223.21</b>	<b>227.92</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	287.94	804.57	1027.78	1255.70	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	531.67	721.10	912.69	1118.89	销售收入增长率	13.61%	35.24%	27.74%	22.18%
存货	258.35	341.16	421.24	516.79	营业利润增长率	13.81%	69.51%	49.51%	21.70%
其他流动资产	283.40	383.27	489.60	598.17	净利润增长率	13.06%	68.80%	49.47%	21.74%
长期股权投资	86.78	86.78	86.78	86.78	EBITDA 增长率	8.88%	54.98%	35.09%	16.54%
投资性房地产	22.53	23.82	23.57	23.46	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	953.87	841.94	730.00	618.07	毛利率	50.11%	51.29%	52.91%	52.72%
无形资产和开发支出	397.66	390.69	383.72	376.76	三费率	30.03%	34.08%	32.78%	32.64%
其他非流动资产	176.23	176.04	175.84	175.64	净利率	11.85%	14.80%	17.31%	17.25%
<b>资产总计</b>	<b>2998.45</b>	<b>3769.37</b>	<b>4251.23</b>	<b>4770.27</b>	ROE	6.26%	9.82%	13.37%	14.85%
短期借款	350.56	804.50	965.75	1102.90	ROA	4.70%	6.32%	8.37%	9.08%
应付和预收款项	262.17	362.93	443.52	544.04	ROIC	6.12%	9.31%	12.32%	13.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.70%	26.02%	27.51%	26.24%
其他负债	131.30	178.27	181.04	205.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>744.03</b>	<b>1345.70</b>	<b>1590.31</b>	<b>1852.27</b>	总资产周转率	0.40	0.48	0.51	0.56
股本	404.49	404.49	404.49	404.49	固定资产周转率	1.45	2.14	3.22	4.77
资本公积	948.00	948.00	948.00	948.00	应收账款周转率	3.28	3.58	3.48	3.41
留存收益	657.68	793.94	979.85	1173.48	存货周转率	2.40	2.62	2.54	2.53
归属母公司股东权益	2010.17	2146.43	2332.35	2525.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.77%	—	—	—
少数股东权益	244.24	277.24	328.57	392.03	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2254.41</b>	<b>2423.67</b>	<b>2660.92</b>	<b>2918.00</b>	资产负债率	24.81%	35.70%	37.41%	38.83%
负债和股东权益合计	2998.45	3769.37	4251.23	4770.27	带息债务/总负债	47.12%	59.78%	60.73%	59.54%
					流动比率	2.05	1.78	1.89	1.97
					速动比率	1.66	1.51	1.61	1.68
					股利支付率	51.00%	33.56%	38.95%	47.64%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.29	0.51	0.75	0.91
					每股净资产	5.57	5.99	6.58	7.21
					每股经营现金	0.43	0.35	0.47	0.69
					每股股利	0.15	0.17	0.29	0.44
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	270.13	418.65	565.56	659.09					
PE	65.27	37.87	25.50	21.00					
PB	3.44	3.20	2.92	2.66					
PS	6.53	4.83	3.78	3.09					
EV/EBITDA	28.10	17.96	13.19	11.18					
股息率	0.78%	0.89%	1.53%	2.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn