

瑞普生物 (300119)

证券研究报告
2019年07月15日

受益禽用疫苗快速增长，叠加禽流感重磅单品逐步放量，二季度业绩增速加快！

事件：

7月11日，公司发布2019H1业绩预告，报告期内，公司实现归属于上市公司股东的净利润8220-8905万元，同比增长20%-30%。其中，2019Q1公告实现归属于上市公司股东的净利润4329万元，则单2季度公司实现归属于上市公司股东的净利润为3891-4576万元，同比增长29.6%-52.5%。

1、2019H1禽用疫苗快速增长，重磅单品逐步放量。

2019H1公司业绩增长20%-30%，且在猪用疫苗拖累下，公司二季度业绩相较于一季度环比改善明显。单2季度增速较单1季度仍有加快，2019第一季度公司业绩增长12.48%，2019第二季度公司业绩增速提升至29.6%-52.5%。业绩增长主要来自1)受益禽养殖行业景气，禽用疫苗销量稳健增长；2)公司控股子公司华南生物重磅单品-高致病性禽流感H5+H7三价苗政府招采和市场苗逐步放量，华南生物2019年半年度营业收入同比增长近100%。

2、受益禽养殖行业景气，公司禽苗销量有望保持快速增长。

受益禽养殖行业景气，叠加非洲猪瘟带来生猪产能大幅去化，居民的蛋白消费缺口将主要从禽肉及蛋类上弥补，我们预计肉禽和蛋禽养殖量有望增加10-15%，带来禽苗需求基数上的扩张，公司本部禽苗销量有望快速增长，且有望持续至2020年。

3、重磅单品有望成为公司未来2-3年业绩增长的主要来源。

华南生物进军H5+H7疫苗市场，预计将打破H5+H7疫苗原有竞争格局，根据公司公告，重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗2019年2月份顺利上市，华南生物Q1收入同比增长约70%，H1收入同比增长近100%。我们预估该重磅单品有望为华南生物增收超过2亿元！且随着市场苗推进，华南生物和瑞普生物在禽用疫苗市场苗领域的渠道布局优势将逐步显现，该单品有望成为未来2-3年业绩增长的主要来源。

4、投资建议：

考虑到公司受益禽养殖行业景气，叠加控股子公司华南生物高致病性禽流感(H5+H7)三价灭活疫苗将带来业绩新增量，预计2019-2021年归属母公司净利润2.01/2.82/3.73亿元，同增69%、40%、32%，对应EPS分别为0.5/0.7/0.92元/股。给予2020年业绩30倍估值，对应目标价21元，继续维持买入评级。

风险提示：销售不达预期；国家防疫政策变化；毒株变异

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 | 13.1元 |
| 目标价格 | 21元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 404.49 |
| 流通A股股本(百万股) | 187.20 |
| A股总市值(百万元) | 5,298.86 |
| 流通A股市值(百万元) | 2,452.30 |
| 每股净资产(元) | 4.87 |
| 资产负债率(%) | 28.44 |
| 一年内最高/最低(元) | 25.92/6.30 |

作者

| | |
|--------------------------|-----|
| 吴立 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110517010002 | |
| wuli1@tfzq.com | |
| 陈潇 | 联系人 |
| chenx@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《瑞普生物-年报点评报告:2018年业绩增长，畜用禽用疫苗“冰火两重天”》 2019-04-18
- 《瑞普生物-公司深度研究:禽流感疫苗行业扩容，公司迎黄金发展期!》 2019-03-26
- 《瑞普生物-公司点评:2018年业绩预增，内部改革效果显著!》 2019-01-18

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,047.33 | 1,189.87 | 1,633.36 | 2,243.62 | 3,015.18 |
| 增长率(%) | 7.99 | 13.61 | 37.27 | 37.36 | 34.39 |
| EBITDA(百万元) | 215.26 | 324.96 | 393.48 | 519.51 | 664.32 |
| 净利润(百万元) | 104.90 | 118.98 | 200.98 | 282.33 | 373.30 |
| 增长率(%) | (21.00) | 13.43 | 68.92 | 40.47 | 32.22 |
| EPS(元/股) | 0.26 | 0.29 | 0.50 | 0.70 | 0.92 |
| 市盈率(P/E) | 50.52 | 44.54 | 26.36 | 18.77 | 14.19 |
| 市净率(P/B) | 2.71 | 2.64 | 2.43 | 2.19 | 1.94 |
| 市销率(P/S) | 5.06 | 4.45 | 3.24 | 2.36 | 1.76 |
| EV/EBITDA | 22.53 | 9.69 | 13.83 | 10.21 | 8.19 |

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 397.80 | 287.94 | 245.00 | 336.54 | 452.28 | 营业收入 | 1,047.33 | 1,189.87 | 1,633.36 | 2,243.62 | 3,015.18 |
| 应收票据及应收账款 | 351.10 | 399.82 | 633.97 | 660.73 | 1,079.20 | 营业成本 | 492.10 | 593.59 | 789.74 | 1,128.81 | 1,543.69 |
| 预付账款 | 90.36 | 80.50 | 114.30 | 187.74 | 224.97 | 营业税金及附加 | 16.06 | 16.60 | 21.23 | 29.17 | 39.20 |
| 存货 | 236.78 | 258.35 | 377.84 | 500.13 | 683.36 | 营业费用 | 216.47 | 231.60 | 303.81 | 403.85 | 542.73 |
| 其他 | 242.38 | 334.76 | 315.14 | 341.38 | 380.29 | 管理费用 | 188.32 | 110.08 | 147.00 | 195.19 | 262.32 |
| 流动资产合计 | 1,318.42 | 1,361.37 | 1,686.24 | 2,026.53 | 2,820.11 | 研发费用 | 85.30 | 80.33 | 78.40 | 78.53 | 84.43 |
| 长期股权投资 | 86.46 | 86.78 | 86.78 | 86.78 | 86.78 | 财务费用 | 14.56 | 15.59 | 13.62 | 9.61 | 10.43 |
| 固定资产 | 835.35 | 806.58 | 857.65 | 896.41 | 912.41 | 资产减值损失 | 25.34 | 18.22 | 16.00 | 16.00 | 16.00 |
| 在建工程 | 93.94 | 147.30 | 124.38 | 122.63 | 103.58 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 330.71 | 329.86 | 307.51 | 285.16 | 262.81 | 投资净收益 | 15.74 | 13.44 | 12.11 | 12.11 | 12.11 |
| 其他 | 259.32 | 266.57 | 257.75 | 258.99 | 260.06 | 其他 | (148.63) | (51.28) | (24.22) | (24.22) | (24.22) |
| 非流动资产合计 | 1,605.79 | 1,637.08 | 1,634.06 | 1,649.97 | 1,625.65 | 营业利润 | 142.08 | 161.70 | 275.66 | 394.57 | 528.50 |
| 资产总计 | 2,924.21 | 2,998.45 | 3,320.31 | 3,676.50 | 4,445.75 | 营业外收入 | 3.39 | 1.45 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 短期借款 | 379.00 | 350.56 | 294.56 | 184.20 | 333.12 | 营业外支出 | 0.99 | 1.20 | 1.64 | 1.28 | 1.37 |
| 应付票据及应付账款 | 175.65 | 203.59 | 300.97 | 446.50 | 551.73 | 利润总额 | 144.47 | 161.95 | 276.02 | 395.29 | 529.13 |
| 其他 | 102.65 | 111.31 | 175.34 | 197.58 | 287.03 | 所得税 | 19.72 | 20.90 | 35.61 | 50.99 | 68.26 |
| 流动负债合计 | 657.30 | 665.46 | 770.87 | 828.28 | 1,171.88 | 净利润 | 124.76 | 141.04 | 240.41 | 344.30 | 460.87 |
| 长期借款 | 9.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 20.74 | 少数股东损益 | 19.86 | 22.07 | 39.43 | 61.97 | 87.57 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 104.90 | 118.98 | 200.98 | 282.33 | 373.30 |
| 其他 | 81.42 | 78.57 | 84.76 | 81.58 | 81.64 | 每股收益(元) | 0.26 | 0.29 | 0.50 | 0.70 | 0.92 |
| 非流动负债合计 | 90.65 | 78.57 | 84.76 | 81.58 | 102.37 | | | | | | |
| 负债合计 | 747.95 | 744.03 | 855.63 | 909.87 | 1,274.25 | 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 少数股东权益 | 224.39 | 244.24 | 283.67 | 345.64 | 433.21 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 404.49 | 404.49 | 404.49 | 404.49 | 404.49 | 营业收入 | 7.99% | 13.61% | 37.27% | 37.36% | 34.39% |
| 资本公积 | 948.00 | 948.00 | 948.00 | 948.00 | 948.00 | 营业利润 | -4.99% | 13.81% | 70.48% | 43.14% | 33.94% |
| 留存收益 | 1,547.37 | 1,605.68 | 1,776.52 | 2,016.49 | 2,333.80 | 归属于母公司净利润 | -21.00% | 13.43% | 68.92% | 40.47% | 32.22% |
| 其他 | (948.00) | (948.00) | (948.00) | (948.00) | (948.00) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,176.26 | 2,254.41 | 2,464.68 | 2,766.63 | 3,171.50 | 毛利率 | 53.01% | 50.11% | 51.65% | 49.69% | 48.80% |
| 负债和股东权益总 | 2,924.21 | 2,998.45 | 3,320.31 | 3,676.50 | 4,445.75 | 净利率 | 10.02% | 10.00% | 12.30% | 12.58% | 12.38% |
| | | | | | | ROE | 5.37% | 5.92% | 9.22% | 11.66% | 13.63% |
| | | | | | | ROIC | 7.04% | 7.82% | 11.88% | 15.14% | 19.36% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 25.58% | 24.81% | 25.77% | 24.75% | 28.66% |
| | | | | | | 净负债率 | -0.44% | 2.91% | 2.05% | -5.46% | -3.05% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.01 | 2.05 | 2.19 | 2.45 | 2.41 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.65 | 1.66 | 1.70 | 1.84 | 1.82 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 3.16 | 3.17 | 3.16 | 3.47 | 3.47 |
| | | | | | | 存货周转率 | 4.60 | 4.81 | 5.13 | 5.11 | 5.10 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.37 | 0.40 | 0.52 | 0.64 | 0.74 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.26 | 0.29 | 0.50 | 0.70 | 0.92 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.27 | 0.43 | 0.39 | 0.92 | 0.25 |
| | | | | | | 每股净资产 | 4.83 | 4.97 | 5.39 | 5.99 | 6.77 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 50.52 | 44.54 | 26.36 | 18.77 | 14.19 |
| | | | | | | 市净率 | 2.71 | 2.64 | 2.43 | 2.19 | 1.94 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 22.53 | 9.69 | 13.83 | 10.21 | 8.19 |
| | | | | | | EV/EBIT | 38.86 | 13.50 | 18.82 | 13.12 | 10.10 |

| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 净利润 | 124.76 | 141.04 | 200.98 | 282.33 | 373.30 |
| 折旧摊销 | 91.45 | 92.84 | 104.20 | 115.33 | 125.40 |
| 财务费用 | 15.12 | 17.26 | 13.62 | 9.61 | 10.43 |
| 投资损失 | (15.74) | (13.44) | (12.11) | (12.11) | (12.11) |
| 营运资金变动 | (90.86) | (155.27) | (189.35) | (85.73) | (484.64) |
| 其它 | (17.16) | 92.44 | 39.43 | 61.97 | 87.57 |
| 经营活动现金流 | 107.57 | 174.88 | 156.77 | 371.40 | 99.94 |
| 资本支出 | 101.48 | 118.65 | 103.81 | 133.18 | 99.95 |
| 长期投资 | (3.37) | 0.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (156.43) | (264.38) | (201.70) | (251.07) | (187.84) |
| 投资活动现金流 | (58.32) | (145.41) | (97.89) | (117.89) | (87.89) |
| 债权融资 | 388.23 | 353.63 | 295.59 | 185.57 | 355.68 |
| 股权融资 | (8.33) | (13.52) | (11.56) | (7.54) | (8.36) |
| 其他 | (302.98) | (466.04) | (385.85) | (340.00) | (243.63) |
| 筹资活动现金流 | 76.92 | (125.93) | (101.82) | (161.97) | 103.68 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 126.17 | (96.46) | (42.94) | 91.54 | 115.73 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 |