

农林牧渔

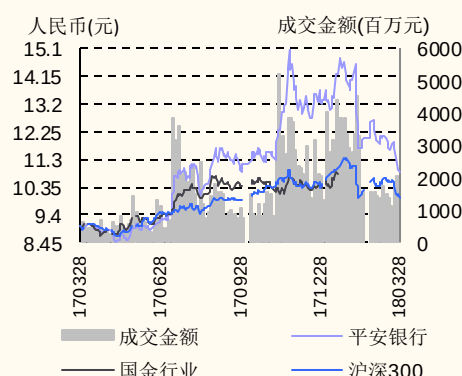
瑞普生物 (300119.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.92 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.04
已上市流通 A 股(亿股)	2.44
总市值(亿元)	56.31
年内股价最高最低(元)	16.40/13.72
沪深 300 指数	3675
创业板指	1865



相关报告

- 1.《重磅单品持续放量，多板块布局实现高增长-瑞普生物 2019 年业绩...》，2020.2.26
- 2.《禽类疫苗量价齐升，重磅单品持续放量-瑞普生物覆盖报告》，2019.12.31

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
 (8621)60230221
 yuan_wei@qiza.com.cn
 shenjiayan@gjzq.com.cn

新品推出业绩亮眼，多点开花促高增长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.294	0.481	0.655	0.798	0.947
每股净资产(元)	4.97	5.25	5.70	6.28	6.98
每股经营性现金流(元)	0.43	0.84	0.87	1.00	1.18
市盈率(倍)	25.53	30.07	21.24	17.44	14.70
净利润增长率(%)	13.43%	63.36%	36.38%	21.81%	18.63%
净资产收益率(%)	5.92%	9.16%	11.49%	12.71%	13.57%
总股本(百万股)	404.49	404.49	404.49	404.49	404.49

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4 月 1 日，公司发布 2019 年年报，报告期内，公司实现营业收入 14.67 亿元，同比增长 23.26%，实现归母净利润 1.94 亿元，同比增长 63.36%。

经营分析

- 禽苗量价齐升，猪苗降幅收窄，2019 年公司业绩亮眼；分业务看：公司兽用生物制品中禽用疫苗占比 88.98%，畜用疫苗占比 11.02%；其中禽用疫苗收入 7.4 亿元，同比增长 70.26%，主要源于禽行业景气度提升以及新增产品重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗，新增产品收入约 2.3 亿元；畜用疫苗收入 0.92 亿元，同比增长-40.42%，主要源于非瘟疫情影响下游生猪养殖业产能去化严重，但公司单四季度下滑程度已大幅收窄，随着下游生猪养殖规模企业逐步扩产以及养殖业规模化率的提升，畜用疫苗需求有望触底回升；其次原料药及制剂占总收入的 43.26%，同比增长 10.79%。
- 新品禽三价推广期加速放量，禽用疫苗业务有望持续高增长；2019 年公司打破原有竞争格局，拿到禽三价灭活疫苗批准文号，此毒株疫苗由华南生物独家生产，具有全禽源、全基因、全新变异株、高抗体水平等优势，禽三价新品促使禽苗整体毛利率提升 3.52pcts，同时也使得公司总毛利率提升 2.22pcts，今年公司将持续发力，禽三价政采苗在拥有去年招标经验基础上，新增中标广西、广东、山西等多个省份，市场苗市场认可度较高，今年将进入产品推广期持续放量；其次常规禽苗受益于景气周期有望稳定增长。
- “营销、研发、生产 (质量)”三方协同，公司增长动力足；在营销上，公司将持续创新服务模式，推进大客户战略，加快向综合化服务商转型；在研发上，公司依托新成立的生物药品创新研究院及华南农大等多个平台，在研产品有猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体、犬细小病毒抗血清等，其次猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗、重组犬 α-干扰素等多个重磅产品获批；在生产上，华南生物将扩建规模大致相同按三级防护和 GMP 要求的抗原生产线，预计建成后全年满负荷生产可增加 3 亿元产值，总产能达到年 7 亿产值规模，公司增长动力充足。

盈利预测及投资建议

- 由于禽行业高景气及新品放量，我们调整 2020/2021 年净利润至 2.65 (+7.28%) / 3.23 (+6.60%) 亿元，对应 PE 分别为 21/17 倍，买入评级。

风险提示

- 疫情风险、养殖景气不及预期、市场竞争加剧、防疫政策变化风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,047	1,190	1,467	1,860	2,115	2,348
增长率		13.6%	23.3%	26.8%	13.7%	11.0%
主营业务成本	-492	-594	-699	-851	-959	-1,050
%销售收入	47.0%	49.9%	47.7%	45.7%	45.3%	44.7%
毛利	555	596	767	1,009	1,156	1,298
%销售收入	53.0%	50.1%	52.3%	54.3%	54.7%	55.3%
营业税金及附加	-16	-17	-18	-22	-24	-26
%销售收入	1.5%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%
销售费用	-216	-232	-279	-353	-398	-434
%销售收入	20.7%	19.5%	19.1%	19.0%	18.8%	18.5%
管理费用	-188	-110	-141	-173	-190	-211
%销售收入	18.0%	9.3%	9.6%	9.3%	9.0%	9.0%
研发费用	0	-80	-95	-121	-137	-153
%销售收入	0.0%	6.8%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	134	158	234	340	407	474
%销售收入	12.8%	13.3%	16.0%	18.3%	19.2%	20.2%
财务费用	-15	-16	-23	-27	-26	-22
%销售收入	1.4%	1.3%	1.6%	1.5%	1.3%	0.9%
资产减值损失	-25	-18	-10	-11	-11	-13
公允价值变动收益	0	0	68	0	0	0
投资收益	16	13	15	16	18	20
%税前利润	10.9%	8.3%	5.8%	4.8%	4.4%	4.2%
营业利润	142	162	263	336	405	477
营业利润率	13.6%	13.6%	17.9%	18.0%	19.2%	20.3%
营业外收支	2	0	-3	0	0	0
税前利润	144	162	260	336	405	477
利润率	13.8%	13.6%	17.7%	18.0%	19.2%	20.3%
所得税	-20	-21	-36	-47	-56	-66
所得税率	13.6%	12.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
净利润	125	141	224	289	349	411
少数股东损益	20	22	29	24	26	28
归属于母公司的净利润	105	119	194	265	323	383
净利率	10.0%	10.0%	13.3%	14.2%	15.3%	16.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	125	141	224	289	349	411
少数股东损益	20	22	29	24	26	28
非现金支出	117	111	103	80	84	90
非经营收益	-5	2	-52	32	27	17
营运资金变动	-129	-79	65	-51	-54	-41
经营活动现金净流	108	175	340	350	406	477
资本开支	-108	-112	-228	-195	-209	-213
投资	34	-50	-189	-1	-1	-1
其他	16	17	20	16	18	20
投资活动现金净流	-58	-145	-398	-180	-192	-194
股权募资	17	0	38	0	0	0
债权募资	133	-25	254	-2	-32	-99
其他	-73	-101	-200	-116	-124	-133
筹资活动现金净流	77	-126	93	-117	-156	-231
现金净流量	126	-96	35	53	58	52

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	398	288	396	449	507	559
应收账款	381	455	407	450	508	553
存货	237	258	264	300	325	342
其他流动资产	303	360	465	473	482	489
流动资产	1,318	1,361	1,532	1,673	1,822	1,944
%总资产	45.1%	45.4%	43.0%	43.6%	44.1%	44.2%
长期投资	249	248	509	510	511	512
固定资产	929	954	1,033	1,147	1,250	1,354
%总资产	31.8%	31.8%	29.0%	29.9%	30.2%	30.8%
无形资产	401	400	418	452	485	517
非流动资产	1,606	1,637	2,031	2,165	2,312	2,458
%总资产	54.9%	54.6%	57.0%	56.4%	55.9%	55.8%
资产总计	2,924	2,998	3,563	3,837	4,134	4,402
短期借款	379	354	638	691	660	561
应付款项	249	279	350	388	419	443
其他流动负债	29	32	58	67	85	103
流动负债	657	665	1,046	1,147	1,164	1,107
长期贷款	9	0	0	0	0	0
其他长期负债	81	79	160	125	145	160
负债	748	744	1,206	1,272	1,309	1,267
普通股股东权益	1,952	2,010	2,122	2,306	2,540	2,822
其中：股本	404	404	404	404	404	404
未分配利润	527	577	747	931	1,165	1,447
少数股东权益	224	244	235	259	285	313
负债股东权益合计	2,924	2,998	3,563	3,837	4,134	4,402

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.259	0.294	0.481	0.655	0.798	0.947
每股净资产	4.825	4.970	5.246	5.701	6.280	6.977
每股经营现金净流	0.266	0.432	0.840	0.866	1.004	1.180
每股股利	0.150	0.600	0.600	0.200	0.220	0.250
回报率						
净资产收益率	5.37%	5.92%	9.16%	11.49%	12.71%	13.57%
总资产收益率	3.59%	3.97%	5.45%	6.91%	7.81%	8.70%
投入资本收益率	4.51%	5.23%	6.63%	8.81%	9.81%	10.74%
增长率						
主营业务收入增长率	7.99%	13.61%	23.26%	26.84%	13.69%	11.04%
EBIT增长率	-20.01%	17.32%	48.42%	45.23%	19.63%	16.50%
净利润增长率	-21.00%	13.43%	63.36%	36.38%	21.81%	18.63%
总资产增长率	6.99%	2.54%	18.84%	7.69%	7.72%	6.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	113.6	111.2	90.7	78.0	80.0	80.0
存货周转天数	169.0	152.2	136.3	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	103.8	86.6	78.4	75.0	72.0	70.0
固定资产周转天数	291.1	247.4	192.2	150.4	129.0	112.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.44%	2.91%	-6.09%	-5.59%	-8.25%	-12.22%
EBIT利息保障倍数	9.2	10.1	10.1	12.5	15.3	21.8
资产负债率	25.58%	24.81%	33.85%	33.15%	31.66%	28.78%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	9	15
增持	0	0	1	5	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.36	1.32

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-31	买入	13.99	19.00~19.00
2	2020-02-26	买入	16.80	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

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%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH