

## 产品矩阵逐步完善, 未来有望继续发力

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年全年实现营业收入14.7亿元, 同比增长23.3%; 实现归母净利润1.9亿元, 同比增长63.4%。
- **业绩符合预期。** 公司报告期内实现扣非后归母净利润1.1亿元, 同比增长8.3%。主要原因有以下两点: 1、公司对瑞派宠物2019年度的财务状况、经营成果、现金流量、2019年底C轮融资情况以及未来规划等因素进行分析, 从而对瑞派宠物投资额的公允价值变动进行了合理评估, 初步确认了约6000万元的公允价值变动收益, 从而增加归属净利润约5100万元。2、根据公司所提供财务资助的鹤壁市永达食品有限公司诉讼案件的申请强制执行的最新进展情况以及鹤壁永达相关资产的可执行情况, 公司判断相关应收款项收回的可能性很小, 在2019年度对涉及鹤壁永达的相关应收款项补提了约3600万元的坏账准备金, 从而减少归属净利润约3100万元。若剔除两项非经常性损益影响后, 公司归母净利润约1.8亿元, 同比增长47%, 业绩符合预期。
- 报告期内, 公司生物制品共获得新兽药证书5项、兽药产品批准文号6项、授权发明专利10项。其中包括猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗、重组犬α-干扰素(冻干型)、重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗(H5N2 rSD57株+rFJ56株等多项重要疫苗。而在研产品方面, 猪圆环病毒2型杆状病毒载体、猪肺炎支原体、副猪嗜血杆菌(4型、5型)三联灭活疫苗、犬细小病毒抗血清等多种兽药产品都在稳步推进中, 继续扩大在畜用、宠物用领域的市场份额。另外在非洲猪瘟、口蹄疫等重大疫病严重危害生猪养殖的情况下, 研究院积极跟踪疫病流行趋势, 与国内外多家科研单位开展合作, 正在加速推进非洲猪瘟、口蹄疫等疫苗的研究开发。我们认为公司逐步完善自身产品矩阵, 未来有望进一步拉动公司业绩提升。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑行业受到非洲猪瘟影响产能去化严重, 2020年主要呈现恢复态势, 我们下调对公司的盈利预测。预计2020-2022年EPS分别为0.64元、0.81元、1.00元, 对应动态PE分别为22、17、14倍。同行业2020年平均PE为30倍, 给予公司2020年30倍PE, 目标价19.2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、养殖业疫情风险。

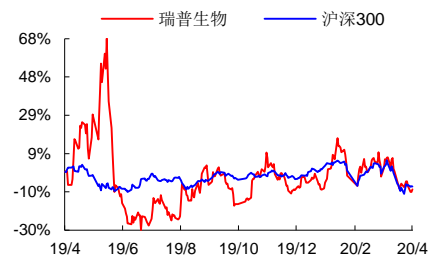
| 指标/年度         | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1466.58 | 1768.24 | 2083.60 | 2456.30 |
| 增长率           | 23.26%  | 20.57%  | 17.83%  | 17.89%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 194.36  | 260.38  | 327.99  | 404.85  |
| 增长率           | 63.36%  | 33.97%  | 25.96%  | 23.43%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.48    | 0.64    | 0.81    | 1.00    |
| 净资产收益率ROE     | 9.49%   | 11.40%  | 12.59%  | 13.44%  |
| PE            | 29      | 22      | 17      | 14      |
| PB            | 2.39    | 2.12    | 1.85    | 1.60    |

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)    | 2.44        |
| 52周内股价区间(元) | 10.75-25.92 |
| 总市值(亿元)     | 56.31       |
| 总资产(亿元)     | 35.63       |
| 每股净资产(元)    | 5.25        |

### 相关研究

1. 瑞普生物(300119): 业绩增长持续攀高, 未来有望持续 (2019-10-29)
2. 瑞普生物(300119): 受益禽类养殖高景气, 未来业绩有望持续增长 (2019-08-30)
3. 瑞普生物(300119): 稳步推进, 全面布局多品类 (2019-04-25)
4. 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)

**关键假设：**

考虑行业受到非洲猪瘟影响产能去化严重，2020 年主要呈现恢复态势，我们下调对公司的盈利预测。

假设 1：预计下游生猪养殖将呈恢复性态势，而禽类养殖将继续保持高景气度，预计公司兽用生物制药业务 2020-2022 年销量增长为 25%、20%、20%。

假设 2：考虑政采苗招标价在 2019 年上升的基础上继续维持，预计公司兽用生物制药业务 2020-2022 年毛利率为 58%、58%、58%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2019A   | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|--------|-----|---------|----------|----------|----------|
| 兽用生物制药 | 收入  | 832.69  | 1,040.86 | 1,249.04 | 1,498.84 |
|        | 增速  | 35.97%  | 25.00%   | 20.00%   | 20.00%   |
|        | 毛利率 | 59.73%  | 58.00%   | 58.00%   | 58.00%   |
| 原药料及制剂 | 收入  | 665.81  | 765.68   | 880.53   | 1,012.61 |
|        | 增速  | 16.27%  | 15.00%   | 15.00%   | 15.00%   |
|        | 毛利率 | 39.31%  | 40.00%   | 40.00%   | 40.00%   |
| 饲料：预混料 | 收入  | -31.92  | -38.30   | -45.96   | -55.16   |
|        | 成本  | -40.20  | -49.80   | -59.75   | -71.71   |
| 合计     | 收入  | 1,466.6 | 1,768.2  | 2,083.6  | 2,456.3  |
|        | 增速  | 23.26%  | 20.57%   | 17.83%   | 17.89%   |
|        | 毛利率 | 52.33%  | 52.11%   | 52.33%   | 52.56%   |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          | 现金流量表 (百万元)       | 2019A          | 2020E         | 2021E          | 2022E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 1466.58        | 1768.24        | 2083.60        | 2456.30        | 净利润               | 223.80         | 303.43        | 383.08         | 472.71         |
| 营业成本          | 699.16         | 846.78         | 993.16         | 1165.38        | 折旧与摊销             | 92.49          | 78.45         | 78.45          | 78.45          |
| 营业税金及附加       | 17.82          | 23.49          | 27.12          | 31.84          | 财务费用              | 23.24          | 27.73         | 30.10          | 26.31          |
| 销售费用          | 279.44         | 335.97         | 395.88         | 454.42         | 资产减值损失            | -10.43         | 0.00          | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 141.35         | 229.87         | 250.03         | 294.76         | 经营营运资本变动          | 420.19         | -171.80       | -70.02         | -92.79         |
| 财务费用          | 23.24          | 27.73          | 30.10          | 26.31          | 其他                | -365.67        | -47.39        | -56.78         | -64.58         |
| 资产减值损失        | -10.43         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>383.61</b>  | <b>190.44</b> | <b>364.84</b>  | <b>420.10</b>  |
| 投资收益          | 15.02          | 20.10          | 25.40          | 30.20          | 资本支出              | -94.07         | 0.00          | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 68.22          | 27.29          | 31.38          | 34.38          | 其他                | -303.69        | 303.02        | 39.91          | 50.41          |
| 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>-397.76</b> | <b>303.02</b> | <b>39.91</b>   | <b>50.41</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>263.07</b>  | <b>351.79</b>  | <b>444.08</b>  | <b>548.19</b>  | 短期借款              | 250.62         | 58.96         | -216.96        | -257.85        |
| 其他非经营损益       | -3.15          | -0.90          | -0.98          | -1.08          | 长期借款              | 0.00           | 0.00          | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>259.92</b>  | <b>350.89</b>  | <b>443.10</b>  | <b>547.10</b>  | 股权融资              | -5.40          | 0.00          | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 36.12          | 47.46          | 60.02          | 74.39          | 支付股利              | 0.00           | 0.00          | 0.00           | 0.00           |
| 净利润           | 223.80         | 303.43         | 383.08         | 472.71         | 其他                | -152.58        | -64.64        | -30.10         | -26.31         |
| 少数股东损益        | 29.44          | 43.05          | 55.09          | 67.86          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>92.63</b>   | <b>-5.68</b>  | <b>-247.06</b> | <b>-284.16</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 194.36         | 260.38         | 327.99         | 404.85         | <b>现金流量净额</b>     | <b>78.48</b>   | <b>487.77</b> | <b>157.68</b>  | <b>186.35</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |               |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          | 财务分析指标            | 2019A          | 2020E         | 2021E          | 2022E          |
| 货币资金          | 396.35         | 884.12         | 1041.80        | 1228.15        | <b>成长能力</b>       |                |               |                |                |
| 应收和预付款项       | 442.57         | 636.50         | 727.75         | 848.68         | 销售收入增长率           | 23.26%         | 20.57%        | 17.83%         | 17.89%         |
| 存货            | 263.63         | 319.30         | 374.50         | 439.43         | 营业利润增长率           | 62.69%         | 33.73%        | 26.23%         | 23.44%         |
| 其他流动资产        | 429.53         | 152.74         | 174.20         | 193.59         | 净利润增长率            | 58.67%         | 35.58%        | 26.25%         | 23.40%         |
| 长期股权投资        | 221.54         | 221.54         | 221.54         | 221.54         | EBITDA 增长率        | 40.23%         | 20.91%        | 20.67%         | 18.15%         |
| 投资性房地产        | 21.34          | 22.58          | 22.33          | 22.22          | <b>获利能力</b>       |                |               |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 1033.18        | 959.82         | 886.45         | 813.09         | 毛利率               | 52.33%         | 52.11%        | 52.33%         | 52.56%         |
| 无形资产和开发支出     | 417.45         | 412.44         | 407.43         | 402.41         | 三费率               | 30.28%         | 33.57%        | 32.44%         | 31.57%         |
| 其他非流动资产       | 337.65         | 337.58         | 337.50         | 337.42         | 净利率               | 15.26%         | 17.16%        | 18.39%         | 19.24%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>3563.25</b> | <b>3946.60</b> | <b>4193.49</b> | <b>4506.54</b> | ROE               | 9.49%          | 11.40%        | 12.59%         | 13.44%         |
| 短期借款          | 601.17         | 660.14         | 443.18         | 185.32         | ROA               | 6.28%          | 7.69%         | 9.14%          | 10.49%         |
| 应付和预收款项       | 285.75         | 359.99         | 418.77         | 490.63         | ROIC              | 9.86%          | 13.18%        | 15.26%         | 17.35%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 25.83%         | 25.90%        | 26.52%         | 26.58%         |
| 其他负债          | 319.22         | 265.94         | 287.92         | 314.26         | <b>营运能力</b>       |                |               |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>1206.15</b> | <b>1286.06</b> | <b>1149.87</b> | <b>990.21</b>  | 总资产周转率            | 0.45           | 0.47          | 0.51           | 0.56           |
| 股本            | 404.49         | 404.49         | 404.49         | 404.49         | 固定资产周转率           | 1.86           | 2.40          | 3.15           | 4.17           |
| 资本公积          | 942.60         | 942.60         | 942.60         | 942.60         | 应收账款周转率           | 4.02           | 4.19          | 3.92           | 4.00           |
| 留存收益          | 857.86         | 1118.25        | 1446.24        | 1851.09        | 存货周转率             | 2.68           | 2.91          | 2.86           | 2.86           |
| 归属母公司股东权益     | 2121.94        | 2382.33        | 2710.32        | 3115.17        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 104.52%        | —             | —              | —              |
| 少数股东权益        | 235.16         | 278.21         | 333.30         | 401.16         | <b>资本结构</b>       |                |               |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2357.10</b> | <b>2660.54</b> | <b>3043.62</b> | <b>3516.33</b> | 资产负债率             | 33.85%         | 32.59%        | 27.42%         | 21.97%         |
| 负债和股东权益合计     | 3563.25        | 3946.60        | 4193.49        | 4506.54        | 带息债务/总负债          | 49.84%         | 51.33%        | 38.54%         | 18.72%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.46           | 1.77          | 2.34           | 3.26           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.21           | 1.49          | 1.96           | 2.74           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |               |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.48           | 0.64          | 0.81           | 1.00           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 5.83           | 6.58          | 7.52           | 8.69           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.95           | 0.47          | 0.90           | 1.04           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.00           | 0.00          | 0.00           | 0.00           |
| 业绩和估值指标       | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |                   |                |               |                |                |
| EBITDA        | 378.79         | 457.98         | 552.64         | 652.95         |                   |                |               |                |                |
| PE            | 28.97          | 21.62          | 17.17          | 13.91          |                   |                |               |                |                |
| PB            | 2.39           | 2.12           | 1.85           | 1.60           |                   |                |               |                |                |
| PS            | 3.84           | 3.18           | 2.70           | 2.29           |                   |                |               |                |                |
| EV/EBITDA     | 13.43          | 10.64          | 8.11           | 6.16           |                   |                |               |                |                |
| 股息率           | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |                   |                |               |                |                |

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 指数涨幅介于-10%与-20%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下       |
|      | 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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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      |
|    | 杨博睿     | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn      |
|    | 吴菲阳     | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹      | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚      | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 王梓乔     | 销售经理    | 13488656012   | 13488656012 | wzqiao@swsc.com.cn   |
|    | 高妍琳     | 销售经理    | 15810809511   | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn      |
| 广深 | 王湘杰     | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚     | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tll@swsc.com.cn      |
|    | 陈霄 (广州) | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |