

瑞普生物 (300119.SZ)

禽苗高速增长+猪苗销量恢复 Q1 业绩快速增长

核心观点:

- **禽苗高速增长+猪苗销量恢复, Q1 业绩增长 48%。**公司披露 2020 年 1 季报, 2020Q1 主营收入 4.54 亿元, 同比增长 48%, 归母净利润 7313 万元, 同比增长 69%, 扣非后归母净利润 6598 万元, 同比增长 88%。收入及利润大幅增长源于大客户市占率提升, 家禽疫苗及药物销量快速提升; 家畜疫苗及药物销量恢复。
- **禽用疫苗保持快速增长, 猪用疫苗需求迎复苏。**据公告, Q1 疫苗板块收入 2.82 亿元, 同比增长 77%, 其中市场苗 2.3 亿元, 同比增长 75%, 估算其中禽用市场苗收入约 2.1 亿元, 同比增长 80%, 猪用市场苗收入约 2000 万元, 同比增长 68%。招标苗收入 5058 万元, 同比增长 86%。禽用市场苗收入增长一方面来自肉禽存栏量上行, 另一方面来自重组禽流感疫苗上市后竞争力明显, 公司在大客户端及招采端市占率均有提升, Q1 重组禽流感疫苗销售收入超过 1 亿元, 同比增长 97%。
- **兽药制剂收入同比增长 82%, 原料药基地受新冠疫情影响收入下滑。**Q1 兽药制剂实现收入 1.33 亿元, 同比增长 82%。其中禽用、猪用药物收入分别同比增长 76%、90%, 兽用药物收入增长主要原因为产品线优化, 迅速抢占大客户市场份额, 同时因疫情影响, 消毒剂产品收入同比增长 383%。原料药基地受湖北疫情影响, 复工延迟导致收入同比下滑 45%。
- **投资建议: 维持“买入”评级。**公司高致病禽流感三价苗优势明显, 市占率有望继续提升, 猪用疫苗迎来恢复性增长, 宠物药品陆续落地贡献增量。预计 2020-2022 年业绩分别为 0.66 元/股、0.77 元/股、0.88 元/股, 维持合理价值 21.12 元/股观点不变, 对应 2020 年 PE 估值 32 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫病风险、新品审批不达预期、价格波动风险等。

盈利预测:

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,190 | 1,467 | 1,751 | 1,955 | 2,167 |
| 增长率(%) | 13.6 | 23.3 | 19.4 | 11.7 | 10.9 |
| EBITDA(百万元) | 251 | 326 | 362 | 417 | 462 |
| 归母净利润(百万元) | 119 | 194 | 266 | 313 | 356 |
| 增长率(%) | 13.4 | 63.4 | 36.9 | 17.8 | 13.5 |
| EPS (元/股) | 0.29 | 0.48 | 0.66 | 0.77 | 0.88 |
| 市盈率(P/E) | 25.53 | 30.07 | 28.57 | 24.25 | 21.37 |
| 市净率(P/B) | 1.51 | 2.75 | 3.18 | 2.81 | 2.49 |
| EV/EBITDA | 12.39 | 18.64 | 21.07 | 17.52 | 15.11 |

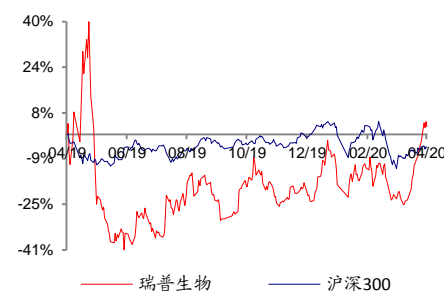
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 18.79 元 |
| 合理价值 | 21.12 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2020-04-24 |

相对市场表现



分析师:

王乾



SAC 执证号: S0260517120002



021-60750697



gfwangqian@gf.com.cn

分析师:

钱浩



SAC 执证号: S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-60750607

shqianhao@gf.com.cn

请注意, 王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

瑞普生物 (300119.SZ): 禽链 2020-01-21

高景气叠加重组禽流感三价

苗优势 业绩实现高增长

瑞普生物 (300119.SZ): 禽用 2020-01-14

疫苗景气上行, 宠物布局着眼

未来

联系人: 郑颖欣 021-60750607

zhengyingxin@gf.com.cn

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 1,361 | 1,532 | 1,833 | 1,972 | 2,330 | 经营活动现金流 | 175 | 384 | 115 | 363 | 392 |
| 货币资金 | 288 | 396 | 431 | 453 | 700 | 净利润 | 141 | 224 | 313 | 369 | 418 |
| 应收及预付 | 480 | 409 | 595 | 645 | 708 | 折旧摊销 | 93 | 92 | 45 | 51 | 52 |
| 存货 | 258 | 264 | 321 | 346 | 380 | 营运资金变动 | -79 | 65 | -230 | -36 | -49 |
| 其他流动资产 | 335 | 463 | 486 | 527 | 543 | 其它 | 20 | 2 | -14 | -21 | -29 |
| 非流动资产 | 1,637 | 2,031 | 1,752 | 1,768 | 1,806 | 投资活动现金流 | -145 | -398 | 213 | -75 | -67 |
| 长期股权投资 | 87 | 222 | 222 | 222 | 222 | 资本支出 | -112 | -228 | -107 | -70 | -93 |
| 固定资产 | 807 | 772 | 784 | 795 | 833 | 投资变动 | -50 | -189 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 147 | 261 | 274 | 289 | 305 | 其他 | 17 | 20 | 320 | -5 | 26 |
| 无形资产 | 231 | 251 | 285 | 274 | 259 | 筹资活动现金流 | -126 | 93 | -294 | -266 | -78 |
| 其他长期资产 | 366 | 526 | 187 | 188 | 188 | 银行借款 | -25 | 254 | -151 | -290 | -83 |
| 资产总计 | 2,998 | 3,563 | 3,584 | 3,739 | 4,136 | 股权融资 | 0 | 38 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 665 | 1,046 | 894 | 651 | 621 | 其他 | -101 | -200 | -142 | 24 | 6 |
| 短期借款 | 351 | 601 | 450 | 160 | 77 | 现金净增加额 | -96 | 78 | 35 | 22 | 247 |
| 应付及预收 | 230 | 228 | 283 | 306 | 336 | 期初现金余额 | 307 | 210 | 396 | 431 | 453 |
| 其他流动负债 | 85 | 217 | 161 | 184 | 208 | 期末现金余额 | 210 | 289 | 431 | 453 | 700 |
| 非流动负债 | 79 | 160 | 20 | 50 | 58 | 主要财务比率 | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 79 | 160 | 20 | 50 | 58 | 营业收入增长 | 13.6% | 23.3% | 19.4% | 11.7% | 10.9% |
| 负债合计 | 744 | 1,206 | 914 | 701 | 679 | 营业利润增长 | 13.8% | 62.7% | 35.8% | 17.7% | 13.5% |
| 股本 | 404 | 404 | 404 | 404 | 404 | 归母净利润增长 | 13.4% | 63.4% | 36.9% | 17.8% | 13.5% |
| 资本公积 | 948 | 943 | 943 | 943 | 943 | 获利能力 | | | | | |
| 留存收益 | 658 | 858 | 1,124 | 1,437 | 1,793 | 毛利率 | 50.1% | 52.3% | 54.5% | 55.2% | 55.5% |
| 归属母公司股东权益 | 2,010 | 2,122 | 2,388 | 2,701 | 3,057 | 净利率 | 11.9% | 15.3% | 17.9% | 18.9% | 19.3% |
| 少数股东权益 | 244 | 235 | 282 | 337 | 400 | ROE | 5.9% | 9.2% | 11.1% | 11.6% | 11.6% |
| 负债和股东权益 | 2,998 | 3,563 | 3,584 | 3,739 | 4,136 | ROIC | 6.3% | 9.1% | 12.0% | 13.6% | 14.7% |
| 利润表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位: 百万元 | | | | | | 资产负债率 | 24.8% | 33.8% | 25.5% | 18.7% | 16.4% |
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 净负债比率 | 11.8% | 17.9% | 12.6% | 4.3% | 1.8% |
| 营业收入 | 1,190 | 1,467 | 1,751 | 1,955 | 2,167 | 流动比率 | 2.05 | 1.46 | 2.05 | 3.03 | 3.75 |
| 营业成本 | 594 | 699 | 797 | 876 | 964 | 速动比率 | 1.54 | 1.16 | 1.58 | 2.35 | 2.97 |
| 营业税金及附加 | 17 | 18 | 25 | 27 | 30 | 营运能力 | | | | | |
| 销售费用 | 232 | 279 | 336 | 371 | 412 | 总资产周转率 | 0.40 | 0.45 | 0.49 | 0.53 | 0.55 |
| 管理费用 | 110 | 141 | 168 | 190 | 210 | 应收账款周转率 | 3.17 | 3.92 | 3.50 | 3.56 | 3.60 |
| 研发费用 | 80 | 95 | 109 | 124 | 141 | 存货周转率 | 2.40 | 2.68 | 2.48 | 2.53 | 2.54 |
| 财务费用 | 16 | 23 | 6 | 2 | -3 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 资产减值损失 | 18 | -10 | 4 | 4 | 4 | 每股收益 | 0.29 | 0.48 | 0.66 | 0.77 | 0.88 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 68 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 0.43 | 0.95 | 0.28 | 0.90 | 0.97 |
| 投资净收益 | 13 | 15 | 31 | 30 | 35 | 每股净资产 | 4.97 | 5.25 | 5.90 | 6.68 | 7.56 |
| 营业利润 | 162 | 263 | 357 | 421 | 478 | 估值比率 | | | | | |
| 营业外收支 | 0 | -3 | 0 | 1 | 1 | P/E | 25.53 | 30.07 | 28.57 | 24.25 | 21.37 |
| 利润总额 | 162 | 260 | 358 | 421 | 478 | P/B | 1.51 | 2.75 | 3.18 | 2.81 | 2.49 |
| 所得税 | 21 | 36 | 45 | 53 | 60 | EV/EBITDA | 12.39 | 18.64 | 21.07 | 17.52 | 15.11 |
| 净利润 | 141 | 224 | 313 | 369 | 418 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 22 | 29 | 47 | 55 | 63 | | | | | | |
| 归属母公司净利润 | 119 | 194 | 266 | 313 | 356 | | | | | | |
| EBITDA | 251 | 326 | 362 | 417 | 462 | | | | | | |
| EPS (元) | 0.29 | 0.48 | 0.66 | 0.77 | 0.88 | | | | | | |

广发证券农林牧渔行业研究小组

王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士。2019 年新财富农林牧渔行业第三名；2018 年新财富农林牧渔行业第三名；2016 年新财富农林牧渔行业第四名，新财富最具潜力分析师第一名，金牛奖农林牧渔行业第一名。2017 年加入广发证券发展研究中心。

钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

郑 颖 欣：联系人，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

唐 翌：联系人，中国科学技术大学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|-----------------------------------|---|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼 | 香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。