



中信证券研究部



盛夏  
首席农业分析师  
S1010516110001



彭家乐  
农业分析师  
S1010518080001

核心观点

公司预计 H1 业绩 8220 万-8905 万元，同增 20%-30%。随着禽流感疫苗上量提速，加之猪用药苗降幅有望缩窄，预计后续盈利有望加速释放。此外公司战略布局猪口蹄疫苗市场，发布限制性股权激励计划，中长期稳定发展可期。我们维持前盈利预测，上调评级至“买入”评级。

■ **禽苗快速增长，猪用产品仍承压。**公司预计 2019 年 H1 业绩同比增长 20%-30%，实现盈利 8220 万-8905 万元，其中单独 Q2 实现业绩 3891 万-4576 万元，同增 33%-53%。分业务来看，受养禽景气拉动叠加禽流感新苗上量加速，公司华南生物上半年收入同增 100%（Q1 同增 70%），瑞普本部禽苗亦稳健增长，预计 H1 公司禽苗业务整体增幅 40%-50%；猪苗、猪药业务受非瘟产能去化影响，预计 Q2 降幅仍超 30%以上。

■ **禽苗量价齐升有望持续，公司盈利有望加速释放。**一方面，2018-2019 年的养禽景气高企带来下游补栏快速提升，我们预计禽 2019/20 年出栏有望增长 15%-25%，且在鸡猪消费替代逻辑下，禽产业链景气有望延伸至 2020 年。另一方面，禽流感疫情变异驱动毒株升级，单价大幅提升，预计幅度约为 50%。总体来看，受量价拉动，禽苗行业 19/20 年有望高增长。

■ **猪苗战略布局口蹄疫苗市场，产品梯队健全。**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，嘉兴安宇拥有丰富的基因工程疫苗研发经验，目前已取得 2 种口蹄疫病毒基因工程疫苗的生产应用安全证书。口蹄疫苗作为猪疫苗领域最大且竞争格局最优的子市场，2018 年市场容量将近 40 亿，公司此次战略布局有望丰富产品梯队，夯实猪苗竞争力，为中长期发展打开想象空间。

■ **发布限制性股票激励计划，未来三年业绩有望稳定增长。**公司拟用回购的股票授予 223 位员工 656.70 万股限制性股票，占股本总额 1.62%，授予价格 7.23 元/股。此次授予对象主要为公司及下属子公司的董事、高级管理人员、中级管理人员、营销骨干及核心技术人员，2019-2021 年解除限售的公司层面业绩同比 2018 年增长幅度为+25%、40%、55%。我们认为此次公司激励范围广，激励幅度较大，有利于进一步提高员工积极性，保障公司长远发展。

■ **风险因素。**养殖景气不及预期，疫情大范围爆发，市场竞争加剧。

■ **盈利预测及估值。**受禽流感疫苗毒株升级、下游养殖景气的拉动，禽苗行业迎量价齐升。公司旗下华南生物新获禽流感政采牌照、且毒株优势明显，预计 2019 年政采苗、市场苗将迎高增长。我们维持公司 2019-2021 年 EPS 预测为 0.45/0.56/0.67 元，上调至“买入”评级，目标价 18.33 元，对应 2020 年 33 倍 PE。

瑞普生物	300119
评级	买入（维持）
当前价	13.48 元
目标价	18.33 元
总股本	404 百万股
流通股本	193 百万股
52 周最高/最低价	19.36/6.48 元
近 1 月绝对涨幅	13.85%
近 12 月绝对涨幅	64.18%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,047.33	1,189.87	1,495.55	1,735.19	1,966.82
营业收入增长率	8%	14%	26%	16%	13%
净利润(百万元)	104.90	118.98	182.20	227.19	273.65
净利润增长率	-21%	13%	53%	25%	20%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.26	0.29	0.45	0.56	0.68
毛利率%	53%	50%	52%	52%	51%
净资产收益率 ROE%	5.37%	5.92%	8.55%	10.03%	11.32%
每股净资产(元)	4.83	5.38	5.27	5.60	5.98
PE	52	46	30	24	20
PB	4	4	4	3	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 7 月 11 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,047	1,190	1,496	1,735	1,967
营业成本	492	594	722	830	956
毛利率	53.01%	50.11%	51.74%	52.20%	51.38%
营业税金及附加	16	17	21	25	28
销售费用	216	232	277	309	346
营业费用率	20.67%	19.46%	18.50%	17.80%	17.60%
管理费用	188	110	157	171	157
管理费用率	17.98%	9.25%	10.49%	9.86%	8.00%
财务费用	15	16	11	12	10
财务费用率	1.39%	1.31%	0.74%	0.69%	0.48%
投资收益	16	13	12	14	13
营业利润	142	162	237	306	368
营业利润率	13.57%	13.59%	15.87%	17.64%	18.70%
营业外收入	3	1	12	6	6
营业外支出	1	1	2	1	1
利润总额	144	162	248	310	373
所得税	20	21	34	41	50
所得税率	13.65%	12.91%	13.55%	13.37%	13.28%
少数股东损益	20	22	32	42	50
归属于母公司股东的净利润	105	119	182	227	274
净利率	10.02%	10.00%	12.18%	13.09%	13.91%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	144	162	248	310	373
所得税支出	-20	-21	-34	-41	-50
折旧和摊销	91	93	60	60	60
营运资金的变化	-130	-79	-128	-124	-104
其他经营现金流	21	20	-1	-2	-4
经营现金流合计	108	175	145	204	276
资本支出	-109	-112	-53	-53	-53
投资收益	16	13	12	14	13
其他投资现金流	35	-46	0	0	0
投资现金流合计	-58	-145	-41	-40	-40
发行股票	17	0	0	0	0
负债变化	745	792	141	18	-79
股利支出	-61	-61	-61	-94	-121
其他融资现金流	-624	-857	-11	-12	-10
融资现金流合计	77	-126	70	-88	-210
现金及现金等价物净增加额	126	-96	174	77	26

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	398	288	462	538	564
存货	237	258	348	387	441
应收账款	351	400	495	580	657
其他流动资产	333	415	437	472	496
流动资产	1,318	1,361	1,742	1,976	2,158
固定资产	835	807	757	708	658
长期股权投资	86	87	87	87	87
无形资产	238	231	231	231	231
其他长期资产	446	513	556	598	640
非流动资产	1,606	1,637	1,630	1,623	1,616
资产总计	2,924	2,998	3,372	3,599	3,773
短期借款	379	351	492	510	431
应付账款	176	204	269	297	342
其他流动负债	103	111	124	131	136
流动负债	657	665	885	938	910
长期借款	9	0	0	0	0
其他长期负债	81	79	79	79	79
非流动性负债	91	79	79	79	79
负债合计	748	744	964	1,016	988
股本	404	404	404	404	404
资本公积	948	948	948	948	948
归属于母公司所有者权益合计	1,952	2,010	2,132	2,265	2,417
少数股东权益	224	244	276	318	368
股东权益合计	2,176	2,254	2,408	2,583	2,785
负债股东权益总计	2,924	2,998	3,372	3,599	3,773

主要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7.99%	13.61%	25.69%	16.02%	13.35%
营业利润	-4.99%	13.81%	46.80%	28.92%	20.20%
净利润	-21.00%	13.43%	53.14%	24.69%	20.45%
毛利率	53.01%	50.11%	51.74%	52.20%	51.38%
EBITDA Margin	23.85%	22.72%	19.22%	19.67%	19.99%
净利率	10.02%	10.00%	12.18%	13.09%	13.91%
净资产收益率	5.37%	5.92%	8.55%	10.03%	11.32%
总资产收益率	3.59%	3.97%	5.40%	6.31%	7.25%
资产负债率	25.58%	24.81%	28.59%	28.23%	26.19%
所得税率	13.65%	12.91%	13.55%	13.37%	13.28%
股利支付率	57.84%	51.00%	51.51%	53.45%	51.99%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。