

瑞普生物 (300119.SZ)

买入

2022 年报及 2023 一季报点评：23Q1 归母净利润环比-29%，看好禽苗景气回暖、宠物板块拓展

核心观点

养殖行情整体低迷，短期业绩表现承压。公司 2022 年实现营业收入 20.84 亿元，较上年同期+3.84%，实现归属于母公司所有者的净利润 3.47 亿元，较上年同期减少 16.01%，业绩下滑明显一方面系 22 年下游畜禽养殖行情整体低迷，畜禽动保产品需求被压制明显。分季度来看，22Q2 开启的畜禽行情回暖推动公司 Q2-Q4 业绩环比持续回升，但受 22 年末以来猪价再度跌回亏损区间影响，公司 23Q1 业绩环比承压明显，营业收入环比-27%至 4.43 亿元，归属于母公司所有者的净利润同比-29%至 0.81 亿元。核心主业方面，公司 22 年禽用生物制品收入 8.96 亿元，同比-1.63%，占总收入的 43%，毛利率同比+0.75pcts 至 62.95%；原料药及制剂业务收入 9.75 亿元，同比+3.01%，占总收入的 47%，毛利率同比-4.56pcts 至 37.85%。

畜禽板块景气有望回升，主业业绩有望重返上行通道。疫苗业务方面，国内父母代供给拐点初现，白鸡有望在年内步入景气通道。瑞普生物作为国内禽苗龙头，在高致病性禽流感市场苗领域占据领先份额，旗下重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗已获得了兽药产品批准文号批件，未来在景气回升、政采退出共振背景下，公司有望依靠与优质规模客户绑定，推动禽市场苗业务实现量利较快增长。另外公司猪苗业务目前正加速拓展，23Q1 收入同比+52%，未来有望与中期景气共振，实现持续增长。化药业务方面，龙翔初步形成 10 亿元规模产能，短期受原料药价格触及行业成本线且投产初期摊销较高影响，量利表现承压，但中期随畜禽景气回升以及产能利用率上升，量利表现有望持续修复。

宠物板块 22 年实现收入 5000 万元，有望持续贡献新业绩增量。公司目前已拥有与国际接轨的高质量宠物医药产品矩阵，在抗寄生虫药、耳药、皮肤外用、抗菌抗病毒药、麻醉镇痛药、疫苗、生物制品、洗消及营养保健产品等 9 大领域已拥有超过 25 款品类、覆盖 12 种剂型的宠物医药产品，22 年宠物板块初步实现约 5000 万元收入。23Q1 公司宠物板块维持 100%以上同比增速，产品端有望落地猫三联疫苗、驱虫药等多款产品，矩阵预计逐渐丰富，渠道端依托瑞派宠物医院等规模平台稳步扩张，核心单品有望稳步放量。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，疫苗批签发进度不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。公司是国内领先的兽药企业，中期业绩有望随畜禽养殖景气回暖而修复，长期看好宠物等新业务不断拓展。我们预计公司 23-25 年归母净为 4.2/6.1/5.1 亿元，EPS 为 0.90/1.30/1.09 元，对应当前股价 PE 为 24.0/16.5/19.8X。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,007	2,084	2,517	3,406	3,628
(+/-%)	0.3%	3.8%	20.7%	35.3%	6.5%
净利润(百万元)	413	347	420	610	508
(+/-%)	3.7%	-16.0%	21.0%	45.3%	-16.6%
每股收益(元)	0.88	0.74	0.90	1.30	1.09
EBIT Margin	18.6%	17.7%	16.9%	19.8%	16.2%
净资产收益率 (ROE)	10.2%	8.2%	9.4%	12.8%	10.1%
市盈率 (PE)	24.4	29.0	24.0	16.5	19.8
EV/EBITDA	25.0	24.5	20.6	15.0	16.6
市净率 (PB)	2.50	2.38	2.26	2.11	2.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

农林牧渔 · 动物保健 II

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

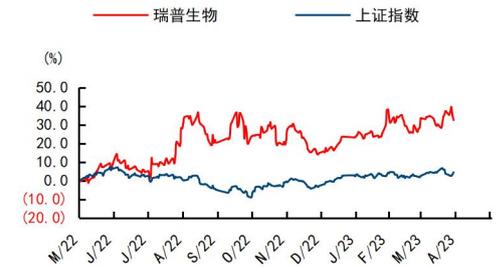
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值
收盘价 21.50 元
总市值/流通市值 10062/6946 百万元
52 周最高价/最低价 22.95/15.01 元
近 3 个月日均成交额 87.28 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

养殖行情整体低迷，短期业绩表现承压。公司 2022 年实现营业收入 20.84 亿元，较上年同期+3.84%，实现归属于母公司所有者的净利润 3.47 亿元，较上年同期减少 16.01%，业绩下滑明显一方面系 22 年下游畜禽养殖行情整体低迷，畜禽动保产品需求被压制明显。分季度来看，22Q2 开启的畜禽行情回暖推动公司 Q2-Q4 业绩环比持续回升，但受 22 年末以来猪价再度跌回亏损区间影响，公司 23Q1 业绩环比承压明显，营业收入环比-27%至 4.43 亿元，归属于母公司所有者的净利润同比-29%至 0.81 亿元。核心主业方面，公司 22 年禽用生物制品收入 8.96 亿元，同比-1.63%，占总收入的 43%，毛利率同比+0.75pcts 至 62.95%；原料药及制剂业务收入 9.75 亿元，同比+3.01%，占总收入的 47%，毛利率同比-4.56pcts 至 37.85%。

图1: 瑞普生物营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 瑞普生物单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 瑞普生物归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 瑞普生物单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

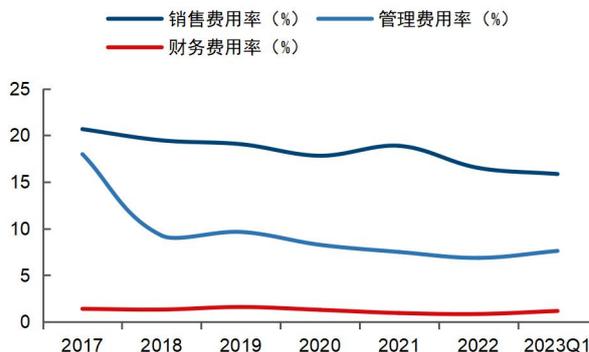
利润率回落，费用率优化。公司 2022 年销售毛利率 48.44%，同比-3.36pcts，销售净利率 17.93%，同比-3.67pcts，利润下滑主要系上半年猪价低迷令公司疫苗及化药销售承压。公司 2022 年销售费用率 16.51%(-2.37pcts)，管理费用率 6.85%(-0.64pcts)，财务费用率-3.01%(-0.10pcts)。三项费用率合计 24.62%，同比-3.11pcts，主要系销售费用优化明显。223Q1 公司费用率整体维持平稳，变化不大。

图5: 瑞普生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

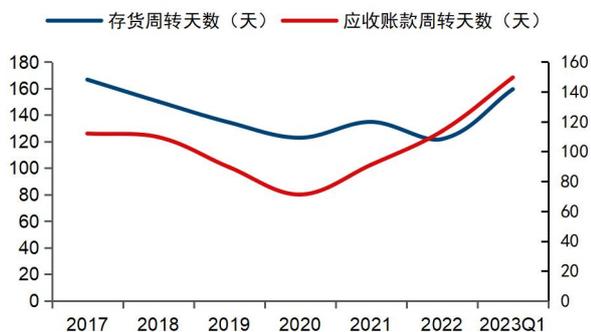
图6: 瑞普生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

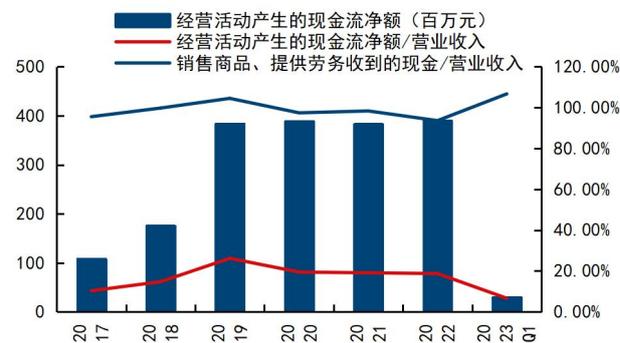
资产周转放缓, 现金流整体平稳。2022 年公司存货天数为 122 天 (-9.60%), 应收账款周转天数为 114 天 (+24.70%), 受下游养殖亏损以及大客户拓展影响, 公司销售回款明显放缓。在经营现金流方面, 公司 2022 年经营性现金流净额占营业收入比例为 18.69% (-0.37pcts), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 93.61% (-4.74pcts), 保持相对平稳。

图7: 瑞普生物主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 瑞普生物经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。公司是国内领先的兽药企业, 中期业绩有望随畜禽养殖景气回暖而修复, 长期看好宠物等新业务不断拓展。我们预计公司 23-25 年归母净为 4.2/6.1/5.1 亿元, EPS 为 0.90/1.30/1.09 元, 对应当前股价 PE 为 24.0/16.5/19.8X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	21E	22E	23E	21E	22E	23E			
600195	中牧股份	13.00	132.75	0.51	0.61	0.71	25	21	18	买入		
688098	申联生物	7.69	31.58	0.27	0.22	0.38	28	35	20	未评级		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1310	384	653	635	643	营业收入	2007	2084	2517	3406	3628
应收款项	648	782	1034	1306	1292	营业成本	967	1075	1315	1686	1942
存货净额	360	367	469	590	675	营业税金及附加	19	20	24	33	35
其他流动资产	743	1560	1126	1777	2077	销售费用	379	344	446	603	628
流动资产合计	3062	3093	3282	4309	4688	管理费用	150	143	156	204	213
固定资产	1178	1562	1845	2110	2335	研发费用	118	133	149	206	222
无形资产及其他	246	259	249	240	231	财务费用	19	17	33	51	73
投资性房地产	930	815	815	815	815	投资收益	18	4	8	10	7
长期股权投资	275	377	377	377	377	资产减值及公允价值变动	115	51	94	86	77
资产总计	5691	6106	6569	7851	8445	其他收入	(107)	(123)	(149)	(206)	(222)
短期借款及交易性金融负债	638	686	500	1253	1464	营业利润	499	417	495	719	600
应付款项	281	397	375	521	620	营业外净收支	(12)	(3)	10	12	11
其他流动负债	204	227	267	348	393	利润总额	488	414	505	731	611
流动负债合计	1124	1310	1142	2123	2477	所得税费用	54	40	52	73	62
长期借款及应付债券	90	191	591	591	591	少数股东损益	21	27	33	48	40
其他长期负债	153	104	86	52	18	归属于母公司净利润	413	347	420	610	508
长期负债合计	243	295	677	643	609	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1367	1605	1819	2766	3086	净利润	413	347	420	610	508
少数股东权益	291	280	298	322	342	资产减值准备	(10)	(3)	9	4	4
股东权益	4033	4222	4452	4763	5017	折旧摊销	84	107	151	183	207
负债和股东权益总计	5691	6106	6569	7851	8445	公允价值变动损失	(115)	(51)	(94)	(86)	(77)
关键财务与估值指标						财务费用	19	17	33	51	73
每股收益	0.88	0.74	0.90	1.30	1.09	营运资本变动	(637)	(755)	88	(848)	(257)
每股红利	0.40	0.42	0.40	0.64	0.54	其它	21	15	10	21	16
每股净资产	8.61	9.02	9.51	10.18	10.72	经营活动现金流	(244)	(340)	583	(116)	401
ROIC	8.53%	6.88%	7%	10%	7%	资本开支	0	(519)	(340)	(357)	(348)
ROE	10.24%	8.21%	9.42%	12.80%	10.13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	52%	48%	48%	50%	46%	投资活动现金流	(52)	(622)	(340)	(357)	(348)
EBIT Margin	19%	18%	17%	20%	16%	权益性融资	0	40	0	0	0
EBITDA Margin	23%	23%	23%	25%	22%	负债净变化	(8)	101	200	0	0
收入增长	0%	4%	21%	35%	7%	支付股利、利息	(188)	(196)	(189)	(298)	(255)
净利润增长率	4%	-16%	21%	45%	-17%	其它融资现金流	1703	185	(186)	753	211
资产负债率	29%	31%	32%	39%	41%	融资活动现金流	1312	36	26	455	(44)
股息率	1.9%	1.9%	1.9%	3.0%	2.5%	现金净变动	1016	(926)	269	(18)	8
P/E	24.4	29.0	24.0	16.5	19.8	货币资金的期初余额	294	1310	384	653	635
P/B	2.5	2.4	2.3	2.1	2.0	货币资金的期末余额	1310	384	653	635	643
EV/EBITDA	25.0	24.5	20.6	15.0	16.6	企业自由现金流	0	(833)	281	(415)	129
						权益自由现金流	0	(547)	266	292	274

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032