CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：16.80-18.90 元
当前股价：15.45 元
2017 年 04 月 21 日

瑞普生物 300119.SZ

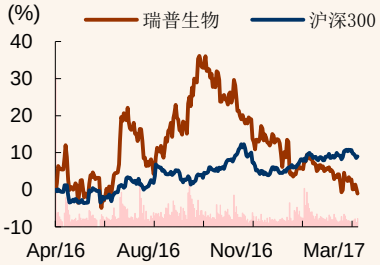
协同效应初显，划时代产品推出

基础数据

上证综指	3172
总股本（万股）	40449
已上市流通股（万股）	20304
总市值（亿元）	61
流通市值（亿元）	31
每股净资产（MRQ）	4.7
ROE（TTM）	7.0
资产负债率	23.0%
主要股东	李守军
主要股东持股比例	42.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-27	-7
相对表现	-6	-32	-16



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《瑞普生物（300119）—猴年符合预期，鸡年不乏亮点》2017-02-03
2、《瑞普生物（300119）—受益养殖高景气，新品推出助增长》2016-10-17
3、《瑞普生物（300119.SZ）点评报告-三次加码瑞派，宠物布局再下一城》2016-10-01

周莎
0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

研究助理
雷轶
075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

4 月 19 日，公司发布 2016 年报，实现营收 9.69 亿，同增 22.33%；归母净利润 1.33 亿，同增 20.37%，业绩增长主要是由于优质新品上市带动收入增长。

- **协同效应初显，新品拉动业绩**

2016 年公司兽用生物制品实现收入 6.04 亿，同比上涨 27%，毛利 3.7 亿，同比上涨 19.6%，业绩上涨主要是由于**华南生物协同效应初显和新品上市**。

协同效应初显，利润翻倍增长。2015 年公司收购华南生物 70.25%股权，获得了国内唯一的水禽 H5 亚型禽流感防控专用疫苗生产资格。2016 年公司积极开拓海外市场业务，充分发挥南北区域互补优势，协同效应初显。2016 年华南生物实现净利润 4271 万元，同比增长 112%。公司今年将继续推进收购少数股权，持股比例有望提升至 97%，将显著增厚公司业绩。

新品上市拉动业绩增长，划时代产品推出意义非凡。2016 年公司取得多项研发成果，包括发明专利 20 项，新兽药注册证书 11 项、兽药产品批准文号 72 项。在新品种方面，公司陆续推出了腹泻二联苗、新-法二联灭活疫苗和新-支-减-法四联灭活疫苗等拳头产品，结合其他新城疫与禽流感单品，公司未来市占率有望提升至 20%-30%。2016 年公司禽用疫苗和兽用疫苗分别实现收入 4.5 亿和 1.5 亿，分别同比增长 30.7%和 18%。2017 年划时代产品禽流感病毒 H5 亚型灭活疫苗（D7 株+rD8 株）的成功研制，预计市场空间超过 20 亿，将进一步扩大禽苗市场占有率，对巩固公司禽用疫苗市场领先地位意义重大。

- **瑞派宠物发展迅速，资产注入预期强烈**

公司是宠物领域布局最深、力度最大的上市公司，先发优势极强。瑞派宠物已发展成为国内宠物连锁诊疗领域一线品牌。截止 2016 年底拥有五大区域管理公司 105 家连锁门店，分布在 20 多个城市，营收超过 1.4 亿元，目前上市公司持股瑞派宠物 16.52%，但大股东持有 38.42%，资产注入预期强烈

盈利预测与估值：我们预计 2017/18/19 年公司的归母净利润为 1.71/2.20/2.64 亿，对应 EPS 为 0.42/0.54/0.65 元，给予 2017 年 40-45 倍 PE 得出 1 年内目标价为 16.80-18.90 元，较现价具有 9%-22%的上涨空间，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：应收账款风险，资产注入进度不达预期，新产品推广不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	793	970	**1227**	1470	1802
同比增长	35%	22%	**27%**	20%	23%
营业利润(百万元)	125	150	**201**	268	327
同比增长	504%	19%	**34%**	33%	22%
净利润(百万元)	110	133	**171**	220	264
同比增长	307%	20%	**29%**	29%	20%
每股收益(元)	**0.28**	**0.33**	**0.42**	**0.54**	**0.65**
PE	54.5	47.1	**36.6**	28.4	23.7
PB	3.7	3.3	**3.1**	2.9	2.6

资料来源：公司数据、招商证券 注：2015-2017 股本分别为 3.89、4.04、4.04 亿股。

盈利预测与估值

1、盈利预测

基于以下几点判断我们对公司进行盈利预测：

1）公司禽类、畜类产品增速得以延续，新产品推广顺利；

2）公司销售费用、管理费用控制逐渐体现，今年新增办公场所使得管理费增加；

3）应收账款风险未释放。

我们预计 2017/18/19 年公司的归母净利润为 1.71/2.20/2.64 亿，对应 EPS 为 0.42/0.54/0.65 元，给予 2017 年 40-45 倍 PE 得出 1 年内目标价为 16.80-18.90 元，较现价具有 9%-22%的上涨空间，维持“强烈推荐-A”评级。

财务报表中有几处重大改变，具体及原因如下：

1）短期银行借款增加，导致财务费用上升；

2）其他流动资产增加，主要原因是购买银行理财产品增加。

3）资本公积和股本增加是由于定向增发。

4）股权资产较增加，主要是对北京六马、瑞派宠物、新云和创的对外投资增加。

表 1：各季度业绩回顾

（百万元）	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	217	241	211	239	256	264
营业毛利	37	39	26	29	58	30
营业费用	48	60	40	58	41	60
管理费用	33	40	37	40	43	57
财务费用	1	1	0	4	3	2
投资收益	4	-1	0	2	1	4
营业利润	41	38	27	31	58	34
归属母公司净利润	32	31	24	27	48	34
EPS（元）	0.08	0.08	0.06	0.07	0.12	0.08
主要比率	**15Q3**	**15Q4**	**16Q1**	**16Q2**	**16Q3**	**16Q4**
毛利率	57.2%	58.7%	53.0%	56.6%	58.8%	60.2%
营业费用率	22.3%	25.0%	18.8%	24.5%	16.0%	22.9%
管理费用率	15.1%	16.4%	17.3%	16.5%	16.9%	21.5%
营业利润率	18.8%	15.7%	12.6%	13.0%	22.8%	12.7%
有效税率	13.6%	15.6%	12.8%	14.1%	13.3%	16.3%
净利率	14.8%	12.9%	11.3%	11.2%	18.9%	12.8%
YoY	**15Q3**	**15Q4**	**16Q1**	**16Q2**	**16Q3**	**16Q4**
收入	30.0%	78.6%	22.5%	47.0%	18.0%	9.4%
归属母公司净利润	309.7%	-354.7%	-7.2%	24.8%	50.8%	8.5%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
合计收入	**988**	**1250**	**1498**	**1836**
禽用疫苗	455	605	756	982
畜用疫苗	150	180	206	237
原料药及制剂	384	466	535	616
收入增长率	**24.8%**	**26.5%**	**19.8%**	**22.6%**
禽用疫苗	30.6%	33.0%	25.0%	30.0%
畜用疫苗	17.7%	20.0%	15.0%	15.0%
原料药及制剂	21.4%	21.4%	15.0%	15.0%
毛利率	55.1%	55.9%	56.9%	58.3%
禽用疫苗	57.2%	57.2%	59.1%	61.4%
畜用疫苗	75.5%	76.5%	76.5%	76.5%
禽用疫苗	44.7%	46.2%	46.2%	46.2%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**793**	**970**	**1227**	**1470**	**1802**
营业成本	327	414	515	604	752
营业税金及附加	4	12	15	19	9
营业费用	202	200	253	295	362
管理费用	130	176	219	256	313
财务费用	(1)	9	14	19	30
资产减值损失	9	17	17	17	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	7	7	7	7
营业利润	**125**	**150**	**201**	**268**	**327**
营业外收入	18	32	32	32	32
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	**142**	**178**	**230**	**297**	**356**
所得税	19	25	33	43	51
净利润	122	153	197	254	305
少数股东损益	12	21	26	34	41
归属于母公司净利润	**110**	**133**	**171**	**220**	**264**
EPS（元）	**0.28**	**0.33**	**0.42**	**0.54**	**0.65**

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

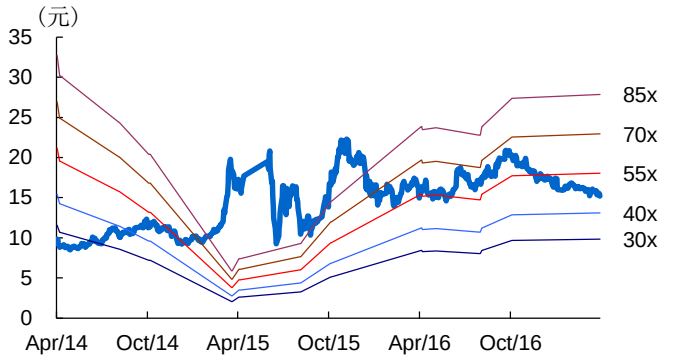
表 4：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS（元）			盈利增长率（%）			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值（亿）
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
瑞普生物	15.45	0.28	0.33	0.42	307%	20%	29%	55	47	37	3.65	6.98%	61
天康生物	8.75	0.27	0.41	0.36	6%	59%	45%	32	21	24	3.29	14.93%	84
普莱柯	25.80	0.99	0.59	0.58	1%	33%	32%	26	44	45	5.29	12.70%	84
中牧股份	20.55	0.64	0.78	0.92	-1%	28%	18%	32	26	22	2.72	9.96%	88
生物股份	33.92	0.85	0.99	1.27	19%	27%	28%	40	34	27	5.40	15.64%	208
平均					6%	37%	31%	33	31	29	4.17	13.31%	

资料来源：公司数据、招商证券

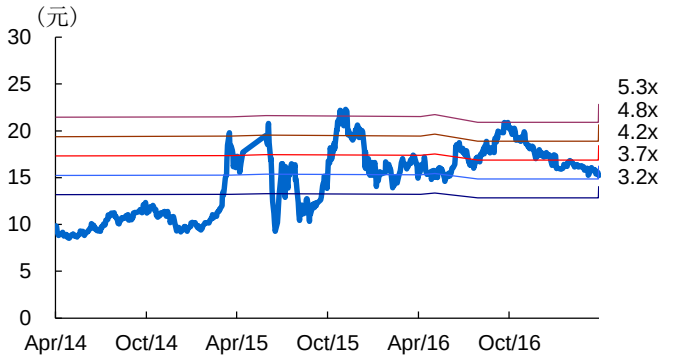
3、PE-PB Band

图 1：瑞普生物历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：瑞普生物历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

应收账款风险，资产注入进度不达预期，新产品推广不达预期。

参考报告：

1、《瑞普生物-猴年符合预期，鸡年不乏亮点》2017-02-03，1 月 23 日，公司发布 2016 年业绩预告，预计 2016 年归母净利润 1.32-1.38 亿元，同增 20%-25%，其中 Q4 盈利 0.33-0.39 亿元，同增 6.5%-26%，符合预期。http://t.cn/RJWy1YK

2、《瑞普生物-受益养殖高景气，新品推出助增长》2016-10-16，10 月 13 日晚公司发布三季度业绩预告，预计前三季盈利 0.96~1.04 亿元，同增 20%~30%，第三季度预计盈利 4690~5015 万元，同增 45%~55%。http://t.cn/RVSnjIm

3、《瑞普生物-三次加码瑞派，宠物布局再下一城》2016-10-02，9 月 30 日，公司公告拟以自有资金 2000 万元对瑞派宠物进行增资，增资后持有股权将从 13.04%上升至 16.52%。维持“强烈推荐-A”投资评级。http://t.cn/RVUDEqm

4、《瑞普生物-动保服务布局深远，宠物医疗千亿蓝海》2016-09-26，公司是国内产品最齐全的动保企业之一，在生物制品和制剂领域均具有较强竞争优势。通过参股瑞派，切入宠物医疗千亿蓝海，连锁运营模式助力快速成长。http://t.cn/RcnCKQS

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**901**	**1173**	**1155**	**1373**	**1715**
现金	268	295	86	101	148
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6	5	6	7	8
应收款项	296	308	352	422	517
其它应收款	39	34	43	52	64
存货	182	219	273	320	398
其他	110	313	395	472	579
非流动资产	**1448**	**1560**	**1762**	**1950**	**2123**
长期股权投资	91	90	90	90	90
固定资产	619	855	1083	1292	1486
无形资产	229	241	217	195	176
其他	509	373	373	372	372
资产总计	**2349**	**2733**	**2917**	**3323**	**3838**
流动负债	**495**	**518**	**565**	**768**	**1045**
短期借款	127	240	236	395	598
应付账款	143	142	177	208	258
预收账款	27	33	41	48	59
其他	198	104	112	118	129
长期负债	**84**	**110**	**110**	**110**	**110**
长期借款	0	15	15	15	15
其他	84	94	94	94	94
负债合计	**580**	**628**	**675**	**878**	**1154**
股本	389	404	404	404	404
资本公积金	738	944	944	944	944
留存收益	481	555	665	834	1032
少数股东权益	161	202	228	262	303
归属于母公司所有者权益	1608	1903	2014	2183	2380
负债及权益合计	**2349**	**2733**	**2917**	**3323**	**3838**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	**225**	**208**	**156**	**213**	**227**
净利润	110	133	171	220	264
折旧摊销	50	78	91	106	120
财务费用	5	10	14	19	30
投资收益	(4)	(7)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	9	(14)	(144)	(167)	(231)
其它	55	8	31	42	51
投资活动现金流	**(552)**	**(450)**	**(287)**	**(287)**	**(287)**
资本支出	(151)	(128)	(294)	(294)	(294)
其他投资	(401)	(322)	7	7	7
筹资活动现金流	**48**	**295**	**(78)**	**88**	**107**
借款变动	156	134	(4)	159	203
普通股增加	0	15	0	0	0
资本公积增加	(78)	206	0	0	0
股利分配	(39)	(58)	(61)	(51)	(66)
其他	9	(2)	(14)	(19)	(30)
现金净增加额	**(279)**	**52**	**(209)**	**15**	**47**

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**793**	**970**	**1227**	**1470**	**1802**
营业成本	327	414	515	604	752
营业税金及附加	4	12	15	19	9
营业费用	202	200	253	295	362
管理费用	130	176	219	256	313
财务费用	(1)	9	14	19	30
资产减值损失	9	17	17	17	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	7	7	7	7
营业利润	**125**	**150**	**201**	**268**	**327**
营业外收入	18	32	32	32	32
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	**142**	**178**	**230**	**297**	**356**
所得税	19	25	33	43	51
净利润	122	153	197	254	305
少数股东损益	12	21	26	34	41
归属于母公司净利润	**110**	**133**	**171**	**220**	**264**
EPS（元）	**0.28**	**0.33**	**0.42**	**0.54**	**0.65**

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	35%	22%	27%	20%	23%
营业利润	504%	19%	34%	33%	22%
净利润	307%	20%	29%	29%	20%
获利能力					
毛利率	58.7%	57.4%	58.0%	58.9%	58.3%
净利率	13.9%	13.7%	13.9%	15.0%	14.6%
ROE	6.9%	7.0%	8.5%	10.1%	11.1%
ROIC	5.7%	5.7%	7.3%	8.6%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	24.7%	23.0%	23.1%	26.4%	30.1%
净负债比率	5.4%	9.3%	8.6%	12.3%	16.0%
流动比率	1.8	2.3	2.0	1.8	1.6
速动比率	1.5	1.8	1.6	1.4	1.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	2.0	2.1	2.1	2.0	2.1
应收帐款周转率	2.8	3.2	3.7	3.8	3.8
应付帐款周转率	3.0	2.9	3.2	3.1	3.2
每股资料（元）					
每股收益	0.28	0.33	0.42	0.54	0.65
每股经营现金	0.58	0.51	0.38	0.53	0.56
每股净资产	4.13	4.71	4.98	5.40	5.88
每股股利	0.15	0.15	0.13	0.16	0.20
估值比率					
PE	53.6	46.3	36.0	27.9	23.3
PB	3.7	3.2	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	9.2	6.8	4.8	3.7	3.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔首席分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。