

瑞普生物(300119.SZ)

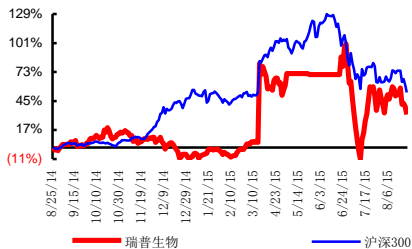
战略切入宠物保健领域，
外延式扩张持续推进

评级：**买入** 前次：**增持**
 目标价(元)：**22.4**
 分析师：张俊宇
 谢刚
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2015年8月26日

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 389 |
| 流通股本(百万股) | 389 |
| 市价(元) | 12.47 |
| 市值(百万元) | 4,853 |
| 流通市值(百万元) | 4,853 |

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

| 指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 754.90 | 585.20 | 817.07 | 1,146.3 | 1,462.3 |
| 营业收入增速 | 15.01% | -22.48 | 39.62% | 40.30% | 27.57% |
| 净利润增长率 | 5.47% | -82.15 | 384.75 | 65.00% | 55.12% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.78 | 0.07 | 0.34 | 0.6 | 0.86 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 偏差率(本次-市场/市场) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 32.44 | 136.70 | 52.91 | 32.07 | 20.67 |
| PEG | 5.93 | — | 0.14 | 0.49 | 0.38 |
| 每股净资产(元) | 8.31 | 4.15 | 4.39 | 5.81 | 6.61 |
| 每股现金流量 | 0.46 | 0.33 | 0.44 | 0.24 | 0.57 |
| 净资产收益率 | 9.43% | 1.68% | 7.70% | 8.85% | 12.0 |
| 市净率 | 3.06 | 2.30 | 4.07 | 3.08 | 2.7 |
| 总股本(百万股) | 193.95 | 389.15 | 389.15 | 422.13 | 422.13 |

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**瑞普生物发布 2015 年半年报，公司实现营业收入 3.35 亿元，同比增长 18.15%，归属于上市公司股东净利润 0.47 亿元，同比增长 49.91%，eps0.12 元/股，同比增长 49.45%。公司拟与天创资产、天创保鑫通过增资扩股的方式投资瑞派宠物，其中公司以自有资金出资 1,000 万元，天创资产出资 2000 万元，天创保鑫出资 2000 万元。前述投资完成后，瑞派宠物的注册资本由人民币 1 亿元增加至 1.28 亿元，公司持有瑞派宠物 4.34% 的股权。公司拟进行员工持股计划，筹集资金总额不超过 1.12 亿元，定增发行不超过 0.70 亿股，发行价格为 16.02 元/股，存续期为 48 个月，定增新股锁定期为 36 个月。
- **公司通过增资瑞派宠物，战略切入高成长的宠物保健领域，为业绩添加新的增长点。**
- 瑞派宠物从事宠物连锁医院的运营及管理，现有子公司 15 家，其中江苏瑞派东华宠物医院管理有限公司、北京美联众合动物医疗科技有限公司是区域性管理公司，分别负责华东、华北宠物医院日常业务的管控，各宠物医院门店为经营主体。宠物医院门店的主营业务为宠物医疗、宠物美容和宠物用品销售。
- 瑞派宠物管理团队多为行业专业人士，在宠物医疗领域已积累多年行业经验，赖晓云先生擅长小动物 B 超诊断、小动物骨科手术，杨雪松先生擅长小动物遗传病、腰椎疾病与针灸。
- 近十年来国内宠物数量呈几何倍数增长，与宠物服务相关的宠物医疗、宠物美容、宠物食品、用品用具等细分行业步入快速发展的轨道，宠物行业的市场规模已突破千亿元，年增长率接近 30%，未来仍有较大的增长空间。
- 公司将宠物业务视为新兴业务，在宠物医药领域已有药品、生物制剂的战略资源储备，通过此次增资瑞派宠物，开始涉足宠物相关产业。瑞派宠物已集中了全国范围的宠物医疗优势资源，并在不断拓展新的

宠物医院合作伙伴。本次投资将发挥公司与瑞派宠物分别在产品与市场渠道方面的优势，形成良好的协同效应，符合公司的战略规划和长远利益。

- 我们认为公司在宠物保健领域的超前布局，不仅是外延式扩张战略的延续，同时更是进入了新的蓝海市场。未来在先入优势的带动下，公司有望成为国内宠物保健品领域的龙头企业，借助渠道、产品与服务等竞争优势贡献较高的业绩增量。
- 禽链高存栏、营销端优势，助力公司上半年业绩高增长。受 2013 年祖代鸡引种量同比增加 14.65%、2014 年初禽流感去存栏的影响，2015 年上半年商品代肉鸡存栏量总体仍相对较高，并带动了公司 2015 年上半年业绩同比回升。但更重要的是，公司能够在畜禽整体存栏未大幅回升的条件下，取得 50%左右的业绩增速，关键在于公司营销端的优势显现。
- 借助高效外延式扩张，2015 年全年业绩高增长无忧。受 2014 年祖代鸡引种量进入下降通道的影响，2015 年下半年禽链存栏可能会有所下滑，而生猪存栏同比预计也不会有大幅回升。但是公司在 2015 年 6 月 9 日已经完成了收购华南农大生物股权 31.98%的工商变更登记手续，正式以大股东经营实体身份进入南方广阔的禽链市场。公司的营销优势不仅有望继续助力华南生物原有产品在南方市场的继续开拓（年出栏 40 亿只但防控渗透率较低的水禽养殖户就是极具增长潜力的典型），同时公司其他产品也将随之打入南方市场，疫苗渗透份额有望获得显著提升。因此即便养殖存栏水平不能为业绩大幅回升提供显著动力，但公司凭借并购在南北市场的高效协同、营销端优势的持续发力、2014 年业绩的超低基数，2015 年全年实现 40%左右的增长可期。
- 长期来看，我们坚定看好公司在科研资源、市场开拓、新兴板块方面的优质布局：（1）公司通过并购华南生物，已基本成为华南农大兽用疫苗科研资源的商业化平台，未来将获得源源不断的新品与科研方面的支持，长期增长潜力提升一个档次；（2）公司通过华南生物强势进入南方市场，以及中岸生物加码中部市场，实现完善的区域市场布局，各类产品将继续向各自的低渗透区域寻求高增长空间；（3）公司先发切入宠物保健品业务，未来在这一蓝海市场将拥有较大的资源优势，实现持续高增长。同时公司通过员工持股计划也有望进一步提升经营效率，从基层业务层面保证业绩实现高增长。
- 考虑增发摊薄预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34 元、0.56 元和 0.86 元，按 2016 年 40XPE 取计算，目标价 22.4 元，给予“买入”评级，随着未来禽类养殖行业景气复苏，公司疫苗需求将放量，外延式收购华南生物打开公司外延式扩张的估值空间，上述因素将成为公司股价上涨的催化剂。

图表 1: 瑞普生物主营业务收入预测表

| 项 目 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 生物制品 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 339.73 | 418.42 | 324.52 | 459.60 | 592.09 | 764.02 |
| 增长率(YOY) | 10.53% | 23.16% | -22.44% | 41.62% | 28.83% | 29.04% |
| 毛利率 | 69.10% | 66.94% | 68.17% | 69.15% | 70.03% | 70.79% |
| 销售成本(百万元) | 104.99 | 138.33 | 103.30 | 141.79 | 177.47 | 223.16 |
| 增长率(YOY) | 18.75% | 31.75% | -25.32% | 37.26% | 25.17% | 25.74% |
| 毛利(百万元) | 234.74 | 280.09 | 221.22 | 317.81 | 414.62 | 540.86 |
| 增长率(YOY) | 7.21% | 19.32% | -21.02% | 43.66% | 30.46% | 30.45% |
| 占总销售额比重 | 51.76% | 55.43% | 55.45% | 56.25% | 51.65% | 52.25% |
| 占主营业务利润比重 | 61.27% | 62.52% | 63.55% | 66.07% | 59.38% | 59.19% |
| 制剂 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 184.99 | 222.47 | 178.22 | 207.07 | 260.72 | 330.38 |
| 增长率(YOY) | 37.60% | 20.26% | -19.89% | 16.19% | 25.91% | 26.72% |
| 毛利率 | 68.40% | 68.14% | 68.22% | 68.06% | 68.31% | 68.56% |
| 销售成本(百万元) | 58.47 | 70.87 | 56.64 | 66.13 | 82.61 | 103.88 |
| 增长率(YOY) | 39.28% | 21.22% | -20.08% | 16.75% | 24.91% | 25.75% |
| 毛利(百万元) | 126.52 | 151.60 | 121.58 | 140.94 | 178.11 | 226.50 |
| 增长率(YOY) | 36.84% | 19.82% | -19.80% | 15.92% | 26.37% | 27.17% |
| 占总销售额比重 | 28.18% | 29.47% | 30.46% | 25.34% | 22.74% | 22.59% |
| 占主营业务利润比重 | 33.02% | 33.84% | 34.93% | 29.30% | 25.51% | 24.79% |
| 原料药 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 140.53 | 125.16 | 92.86 | 165.73 | 178.19 | 197.96 |
| 增长率(YOY) | -9.00% | -10.94% | -25.81% | 78.47% | 7.52% | 11.10% |
| 毛利率 | 12.69% | 11.57% | 2.03% | 12.74% | 13.60% | 14.45% |
| 销售成本(百万元) | 122.69 | 110.69 | 90.98 | 144.62 | 153.95 | 169.35 |
| 增长率(YOY) | -13.11% | -9.79% | -17.81% | 58.96% | 6.45% | 10.00% |
| 毛利(百万元) | 17.84 | 14.48 | 1.88 | 21.11 | 24.23 | 28.62 |
| 增长率(YOY) | 34.87% | -18.85% | -86.99% | 1020.75% | 14.81% | 18.09% |
| 占总销售额比重 | 21.41% | 16.58% | 15.87% | 20.28% | 15.54% | 13.54% |
| 占主营业务利润比重 | 4.66% | 3.23% | 0.54% | 4.39% | 3.47% | 3.13% |
| 销售收入小计 | 656.39 | 754.90 | 585.20 | 817.07 | 1146.33 | 1462.37 |
| 销售成本小计 | 273.26 | 306.88 | 237.12 | 336.04 | 448.13 | 548.57 |
| 毛利 | 383.13 | 448.02 | 348.08 | 481.04 | 698.20 | 913.80 |
| 平均毛利率 | 58.37% | 59.35% | 59.48% | 58.87% | 60.91% | 62.49% |

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 瑞普生物三张报表

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业总收入 | 656 | 755 | 585 | 817 | 1,146 | 1,462 | 货币资金 | 702 | 511 | 412 | 462 | 727 | 921 |
| 增长率 | 11.69% | 15.0% | -22.5% | 39.6% | 40.3% | 27.6% | 应收款项 | 233 | 370 | 312 | 271 | 380 | 484 |
| 营业成本 | -273 | -307 | -237 | -336 | -448 | -549 | 存货 | 126 | 114 | 143 | 157 | 196 | 240 |
| %销售收入 | 41.6% | 40.7% | 40.5% | 41.1% | 39.1% | 37.5% | 其他流动资产 | 86 | 88 | 36 | 87 | 137 | 166 |
| 毛利 | 383 | 448 | 348 | 481 | 698 | 914 | 流动资产 | 1,147 | 1,082 | 902 | 976 | 1,440 | 1,811 |
| %销售收入 | 58.4% | 59.3% | 59.5% | 58.9% | 60.9% | 62.5% | %总资产 | 63.9% | 53.9% | 45.5% | 45.8% | 49.6% | 54.9% |
| 营业税金及附加 | -5 | -6 | -3 | -6 | -9 | -11 | 长期投资 | 11 | 11 | 10 | 54 | 54 | 54 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.7% | 0.6% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 固定资产 | 440 | 688 | 803 | 865 | 1,162 | 1,177 |
| 营业费用 | -137 | -190 | -226 | -204 | -310 | -366 | %总资产 | 24.5% | 34.2% | 40.5% | 40.6% | 40.0% | 35.7% |
| %销售收入 | 20.9% | 25.2% | 38.6% | 25.0% | 27.0% | 25.0% | 无形资产 | 191 | 223 | 234 | 203 | 214 | 225 |
| 管理费用 | -98 | -105 | -103 | -114 | -155 | -175 | 非流动资产 | 647 | 927 | 1,081 | 1,156 | 1,464 | 1,489 |
| %销售收入 | 15.0% | 13.9% | 17.6% | 14.0% | 13.5% | 12.0% | %总资产 | 36.1% | 46.1% | 54.5% | 54.2% | 50.4% | 45.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | 142 | 147 | 16 | 156 | 225 | 362 | 资产总计 | 1,793 | 2,009 | 1,983 | 2,131 | 2,904 | 3,301 |
| %销售收入 | 21.7% | 19.5% | 2.8% | 19.1% | 19.7% | 24.7% | 短期借款 | 31 | 23 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 21 | 15 | 7 | 5 | 8 | 11 | 应付款项 | 104 | 169 | 143 | 157 | 212 | 259 |
| %销售收入 | 3.3% | -1.9% | -1.3% | -0.6% | -0.7% | -0.7% | 其他流动负债 | 19 | 29 | 20 | 64 | 34 | 43 |
| 资产减值损失 | -6 | -11 | -3 | -10 | -6 | -6 | 流动负债 | 153 | 221 | 187 | 221 | 246 | 302 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 其他长期负债 | 53 | 68 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| %税前利润 | 0.6% | — | — | 0.7% | 0.5% | 0.3% | 负债 | 207 | 289 | 257 | 296 | 323 | 382 |
| 营业利润 | 159 | 151 | 21 | 153 | 228 | 368 | 普通股股东权益 | 1,484 | 1,611 | 1,615 | 1,708 | 2,452 | 2,789 |
| 营业利润率 | 24.3% | 20.0% | 3.5% | 18.7% | 19.9% | 25.1% | 少数股东权益 | 102 | 109 | 111 | 128 | 128 | 130 |
| 营业外收支 | 18 | 28 | 19 | 20 | 25 | 25 | 负债股东权益合计 | 1,793 | 2,009 | 1,983 | 2,131 | 2,904 | 3,301 |
| 税前利润 | 178 | 179 | 39 | 173 | 253 | 393 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 27.1% | 23.7% | 6.7% | 21.1% | 22.1% | 26.9% | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | -26 | -26 | -10 | -24 | -35 | -55 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 14.7% | 14.4% | 26.5% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 每股收益(元) | 0.747 | 0.784 | 0.070 | 0.338 | 0.514 | 0.797 |
| 净利润 | 152 | 153 | 29 | 148 | 218 | 338 | 每股净资产(元) | 7.699 | 8.308 | 4.150 | 4.388 | 5.809 | 6.607 |
| 少数股东损益 | 8 | 1 | 2 | 17 | 1 | 1 | 每股经营现金净流(元) | 0.466 | 0.457 | 0.330 | 0.437 | 0.243 | 0.571 |
| 归属于母公司的净利润 | 144 | 152 | 27 | 132 | 217 | 337 | 每股股利(元) | 0.000 | 0.000 | 0.100 | 0.100 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 22.0% | 20.1% | 4.6% | 16.1% | 18.9% | 23.0% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 9.71% | 9.43% | 1.68% | 7.70% | 8.85% | 12.07% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 8.03% | 7.56% | 1.37% | 6.19% | 7.49% | 10.23% |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 投入资本收益率 | 13.42% | 10.29% | 0.89% | 10.18% | 10.76% | 16.01% |
| 净利润 | 152 | 153 | 29 | 148 | 218 | 338 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 17 | 1 | 1 | 营业总收入增长率 | 11.69% | 15.01% | -22.48% | 39.62% | 40.30% | 27.57% |
| 非现金支出 | 34 | 45 | 44 | 50 | 51 | 53 | EBIT增长率 | 16.70% | 3.30% | -88.99% | 865.57% | 44.22% | 60.54% |
| 非经营收益 | 3 | 0 | -6 | -21 | -26 | -26 | 净利润增长率 | 26.28% | 5.47% | -82.15% | 384.75% | 65.00% | 55.12% |
| 营运资金变动 | -98 | -110 | 62 | -8 | -140 | -124 | 总资产增长率 | 7.31% | 12.04% | -1.31% | 7.48% | 36.24% | 13.68% |
| 经营活动现金净流 | 90 | 89 | 128 | 187 | 103 | 242 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | 167 | 251 | 183 | 51 | 328 | 48 | 应收账款周转天数 | 81.9 | 125.1 | 186.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 投资 | -90 | 0 | -20 | -44 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 158.7 | 142.5 | 197.6 | 170.0 | 160.0 | 160.0 |
| 其他 | 0 | -103 | 100 | 1 | 1 | 1 | 应付账款周转天数 | 95.6 | 94.2 | 123.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 |
| 投资活动现金净流 | -257 | -354 | -103 | -94 | -327 | -47 | 固定资产周转天数 | 149.3 | 153.9 | 202.7 | 158.1 | 117.3 | 89.8 |
| 股权募资 | 22 | 25 | 22 | 0 | 528 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | -4 | 0 | -3 | -25 | 0 | 0 | 净负债/股东权益 | -42.32% | -28.35% | -22.42% | -25.17% | -28.15% | -31.55% |
| 其他 | -47 | -52 | -46 | -1 | -39 | 0 | EBIT利息保障倍数 | -6.6 | -10.0 | -2.2 | -30.8 | -29.2 | -33.8 |
| 筹资活动现金净流 | -29 | -27 | -27 | -26 | 489 | 0 | 资产负债率 | 11.54% | 14.38% | 12.97% | 13.67% | 10.92% | 11.32% |
| 现金净流量 | -196 | -292 | -2 | 67 | 266 | 195 | | | | | | | |

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%—+5%

减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。