

瑞普生物(300119.SZ)

2016 年持续高增长可期,

宠物医院系统期待整合升级

评级: **增持** 前次: **增持**

目标价(元): **19.2**

分析师	分析师
陈奇	谢刚
S0740514070005	xiegang@r.qlzq.com.cn
021-20315189	联系人
chenqi@r.qlzq.com.cn	刁凯峰
2016 年 04 月 27 日	diaokf@r.qlzq.com.cn

基本状况

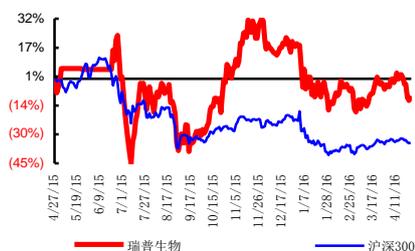
总股本(百万股)	389
流通股本(百万股)	203
市价(元)	15.5
市值(百万元)	6,032
流通市值(百万元)	3,147

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	754.90	585.20	776.87	969.56	1,255.4
营业收入增速	15.01%	-22.48%	32.75%	24.80%	29.48%
净利润增长率	5.47%	-82.15%	299.46	66.32%	39.05%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.07	0.28	0.46	0.64
前次预测每股收益(元)					
市 预测每股收益(元)					
偏差率(本 - 市场/市场)					
市盈率(倍)	32.44	136.70	72.18	43.40	31.21
PEG	5.93	—	0.24	0.65	0.80
每股净资产(元)	8.31	4.15	4.33	4.79	5.44
每股现金流量	0.46	0.33	0.41	0.33	0.45
净资产收益率	9.43%	1.68%	6.43%	9.67%	11.85%
市净率	3.06	2.30	4.64	4.19	3.70
总股本(百万股)	193.95	389.15	389.15	389.15	389.15

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- **事件: 瑞普生物公布 2016 年 1 季报, 实现营业收入 2.11 亿元, 同比增长 22.48%, 归母净利 0.24 亿元, 同比增长-8.11%。**
- 2016 年 1 季度公司继续开拓市场, 收入与毛利润均持续增长, 同时单季销售费用同比继续下降 500 万, 但管理费用与财务费用同比增长, 以及其他损失, 致使营业利润有所下滑。未来随着生猪存栏回升及禽业景气向好, 公司有望继续在主营与费用端继续贡献业绩增量。
- **水禽业务成为独家领域, 高致病性禽流感优势明显, 业绩持续增长可期。**公司在华南生物水禽苗的基础上, 全面布局水禽业务, 构建以禽流感灭活疫苗、鸭传染性浆膜炎二价灭活疫苗、鸭瘟活疫苗为主的水禽专用疫苗, 以及十几个水禽专用药品构成水禽产品系列, 并由华南专业水禽团队推广, 预计能在水禽市场持续扩张份额。同时华南生物二价苗 H5N2 (D7+rD8) 已进入新兽药注册初审阶段, 位于谱系根部的天然毒株提供了较高的免疫原性、较强的交叉保护能力。公司高致病性流感感产品线将从水禽苗扩展到整个家禽防治领域, 因此将在 15 亿招标市场上将继续扩大份额。华南生物的股权比例的进一步提升及持续高增长, 也将继续为上市公司贡献 1000-2000 万业绩增量。
- 猪苗方面, 公司腹泻二联与支原体产品等预计将在 2016 年上市, 契合当前养殖腹泻及支原体多发的形势, 预计也能贡献 2000 万以上的业绩增量。而华南的狂犬病灭活疫苗 (dG 株) 目前在申请新兽药证书及兽药产品批准文号, 上市后也有望贡献业绩增量。
- **营销与平台积极建设, 服务功能持续升级。**公司在前期营销服务的基础上, 建设养殖宝及服务平台, 完成动物诊疗、在线专家、培训教育三个板块的推广。在当前疫病形式趋于复杂的情况下, 公司有望提升

客户服务水平，强化此前营销端的优势，持续开拓市场。

- **宠物医院数量增长迅速，期待更高层次的整合。**公司宠物医院战略落地速度较快，预计数量已达到 60-70 家，当前仍在不断将地方性连锁医院纳入体系之内，今年将可能做到 120-160 家。连锁宠物医院需要更高层次的中央系统与资源能力，去进一步掌控核心兽医与客户资源，并提升运营效率，期待公司在这方面进行改善。
- **预计 2016-2017 年 EPS 分别 0.46 元和 0.64 元**，按 2017 年 30XPE 取计算，目标价 19.2 元，给予“增持”评级，随着禽链景气复苏、外延扩张逐步深入，公司业绩仍有快速增长动力。

图表 1：瑞普生物三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	656	755	585	777	970	1,255
增长率	11.69%	15.0%	-22.5%	32.8%	24.8%	29.5%
营业成本	-273	-307	-237	-331	-395	-495
%销售收入	41.6%	40.7%	40.5%	42.6%	40.8%	39.5%
毛利	383	448	348	446	574	760
%销售收入	58.4%	59.3%	59.5%	57.4%	59.2%	60.5%
营业税金及附加	-5	-6	-3	-6	-7	-9
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-137	-190	-226	-198	-242	-314
%销售收入	20.9%	25.2%	38.6%	25.5%	25.0%	25.0%
管理费用	-98	-105	-103	-113	-126	-151
%销售收入	15.0%	13.9%	17.6%	14.5%	13.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	142	147	16	129	199	286
%销售收入	21.7%	19.5%	2.8%	16.7%	20.5%	22.8%
财务费用	21	15	7	5	4	3
%销售收入	-3.3%	-1.9%	-1.3%	-0.6%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-6	-11	-3	-10	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	1	1	1
%税前利润	0.6%	—	—	0.8%	0.6%	0.4%
营业利润	159	151	21	126	198	285
营业利润率	24.3%	20.0%	3.5%	16.2%	20.4%	22.7%
营业外收支	18	28	19	20	15	15
税前利润	178	179	39	146	213	300
利润率	27.1%	23.7%	6.7%	18.7%	22.0%	23.9%
所得税	-26	-26	-10	-20	-32	-48
所得税率	14.7%	14.4%	26.5%	14.0%	15.0%	16.0%
净利润	152	153	29	125	181	252
少数股东损益	8	1	2	17	1	1
归属于母公司的净利润	144	152	27	108	180	251
净利率	22.0%	20.1%	4.6%	13.9%	18.6%	20.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	152	153	29	125	181	252
少数股东损益	0	0	0	17	1	1
非现金支出	34	45	44	50	51	53
非经营收益	3	0	-6	-21	-16	-16
营运资金变动	-98	-110	62	5	-87	-114
经营活动现金净流	90	89	128	177	129	176
资本开支	167	251	183	51	338	58
投资	-90	0	-20	-44	0	0
其他	0	-103	100	1	1	1
投资活动现金净流	-257	-354	-103	-94	-337	-57
股权筹资	22	25	22	0	0	0
债权筹资	-4	0	-3	-25	0	0
其他	-47	-52	-46	-1	-39	0
筹资活动现金净流	-29	-27	-27	-26	-39	0
现金净流量	-196	-292	-2	57	-247	120

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	702	511	412	452	204	323
应收款项	233	370	312	257	321	416
存货	126	114	143	154	173	217
其他流动资产	86	88	36	85	122	150
流动资产	1,147	1,082	902	949	821	1,107
%总资产	63.9%	53.9%	45.5%	45.1%	35.9%	42.6%
长期投资	11	11	10	54	54	54
固定资产	440	688	803	865	1,162	1,177
%总资产	24.5%	34.2%	40.5%	41.1%	50.9%	45.3%
无形资产	191	223	234	203	214	225
非流动资产	647	927	1,081	1,156	1,464	1,489
%总资产	36.1%	46.1%	54.5%	54.9%	64.1%	57.4%
资产总计	1,793	2,009	1,983	2,104	2,285	2,596
短期借款	31	23	25	0	0	0
应付款项	104	169	143	154	184	232
其他流动负债	19	29	20	63	29	38
流动负债	153	221	187	217	214	269
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	53	68	0	0	0	0
负债	207	289	187	292	292	351
普通股股东权益	1,484	1,611	1,615	1,684	1,865	2,115
少数股东权益	102	109	111	128	128	130
负债股东权益合计	1,793	2,009	1,913	2,104	2,285	2,596

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.747	0.784	0.070	0.278	0.463	0.644
每股净资产(元)	7.699	8.308	4.150	4.328	4.792	5.436
每股经营现金净流(元)	0.466	0.457	0.330	0.411	0.330	0.450
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.71%	9.43%	1.68%	6.43%	9.67%	11.85%
总资产收益率	8.03%	7.56%	1.42%	5.34%	8.17%	9.97%
投入资本收益率	13.42%	10.29%	0.89%	8.52%	9.73%	12.86%
增长率						
营业总收入增长率	11.69%	15.01%	-22.48%	32.75%	24.80%	29.48%
EBIT增长率	16.70%	3.30%	-88.99%	699.72%	53.42%	44.07%
净利润增长率	26.28%	5.47%	-82.15%	299.46%	66.32%	39.05%
总资产增长率	7.31%	12.04%	-4.79%	6.12%	8.57%	13.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.9	125.1	186.0	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	158.7	142.5	197.6	170.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	95.6	94.2	123.0	95.0	95.0	95.0
固定资产周转天数	149.3	153.9	202.7	166.3	138.7	104.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.32%	-28.35%	-22.42%	-24.94%	-10.26%	-14.39%
EBIT利息保障倍数	-6.6	-10.0	-2.2	-25.8	-46.5	-83.4
资产负债率	11.54%	14.38%	9.79%	10.68%	9.68%	10.72%

来源：中泰证券研究所

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：

本报告仅供中泰证券有限公司（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“中泰证券有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。