

## 华南生物夯实禽苗主业，战略布局宠物医疗

瑞普生物 (300119)

推荐 维持评级

### 核心观点:

#### 1、事件

近日,瑞普生物瑞派宠物“品牌发布会”在苏州举行,我们前往进行跟踪研究。

#### 2、我们的分析与判断

##### (一) 畜禽疫苗并重, 参股华南生物夯实主业

1) **禽类疫苗**: 占比动保产品约 70%, 拳头产品包括鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型)、支气管炎系列联苗。2014 年禽行业受到重大疫病影响, 拖累公司禽苗销售。2015 年公司禽苗恢复增长, 增速达约 50%。2) **畜类疫苗**: 加大投入, 与禽类疫苗发展并重。其中, 猪瘟、猪蓝耳以市场苗为主, 招标苗占比 10%; 猪圆环于 2013 年上市, 2015 年贡献收入 3000 万元上下; 新品猪支气管炎、腹泻-胃炎二联苗已于 2015 年底上市, 预计将于 2016 年放量。3) **华南生物**: 逐步进行收购, 目前持股比例 70.25%。华南生物拥有国内唯一的水禽专用禽流感 (H5 亚型) 灭活疫苗, 生产规模 30 亿羽份, 主打包括拳头产品 H5N2 (D7+r-8) 水禽疫苗及鸡新城疫、禽流感等共 6 个核心产品, 推广地域主要在华南、两广、山东。2015 年华南生物净利润超过 2000 万, 业绩翻倍增长超过预期。

参股华南生物有利于公司进一步夯实禽类疫苗主业: 1) 瑞普此前拥有除 H5 亚型外的全系列禽苗产品。参股后将获得华南生物 H5 亚型禽流感灭活疫苗的产品资源, 同时与华南农业大学开启战略合作。一方面填补产品空白, 一方面加强技术支持。2) 与华南生物在南北销售渠道上进行共享, 增强营销服务的覆盖能力。3) 华南生物独有的水禽专用苗 H5N2 目前拥有 3000 万市场容量, 2 亿市场空间, 预计 2016 年增速将超过 50%; 新品 H5N2 二价苗预计年内上市, 可同时适用于家禽和水禽, 市场规模达 30 亿, 竞争厂家仅 8 家, 预计将于 2017 年开始放量。

##### (二) 战略进军宠物医院, 宠物产业稀缺标的

我国宠物产业近年高速发展, 而宠物医疗是宠物产业中的核心节点。目前在美国宠物行业约 600 亿美元的市场容量中, 宠物医疗占比 50%; 相对比, 中国宠物医疗仅占比整个宠物产业的 1/4, 约 150 亿元人民币左右, 尚处于起步阶段。预计在未来几年内, 中国优质的、高端定位的、覆盖宠物服务半径的连锁规模机构将快速发展, 资本和产业资本的介入将对行业形成重要的支撑作用。

2015 年 8 月, 瑞普生物与天津天创资产、天创保鑫通过增资扩股投资瑞派宠物 (由瑞普大股东控股), 持股 4.34%, 战略布局宠物医院, 是上市公司宠物产业的稀缺标的。瑞派美联宠物连锁于 2012 年成立, 专门从事宠物医院连锁运营和管理, 业务范围涉及宠物医疗、美容、食品用品等, 目前拥有华东、北京、东北、华南、天津五大管理公司, 旗下已经拥有无锡派特、苏州曹浪峰、北京关忠、东北我宠我爱、深圳皇家、天津长江六大宠物医院品牌。到目前为止, 瑞派拥有连锁宠物医院共 71 家, 年营收逾 1.8 亿。

#### 分析师

张婧

☎: (8610) 66568757

✉: [zhangjing\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130513070001

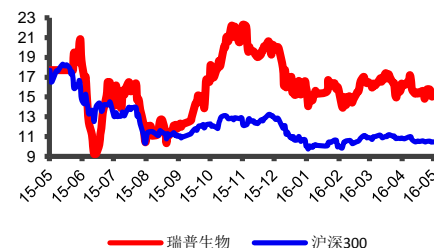
特此鸣谢:

史凡可

☎: (8510) 83571363

✉: [shifanke@chinastock.com.cn](mailto:shifanke@chinastock.com.cn)

#### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

#### 相关研究:

### （三）我国宠物医院将向连锁专业运营转化

#### （1）美国宠物医疗：认证体系和标准成熟

2014年美国宠物行业总产值为580.4亿美元,年均增速5%,2015年达约605.9亿美元。在宠物行业的各细分行业中,宠物食品和宠物医疗的产值占据整个宠物行业的主要地位,合计占比达到60%。在宠物保有量上,据APPA统计,2014年共有1.3亿个美国家庭拥有至少一个宠物,约占美国家庭总数的65%,宠物数量总额达3.12亿只。其中,宠物猫和宠物狗是拥有家庭数最多的两个种类,约占总数的52%。

尽管宠物食品在总产值上占比超过了宠物医疗,调查显示美国人每年平均在宠物猫和宠物狗上的消费中,宠物医疗占比最大高达50%。整体而言,饲养每只宠物狗的年消费支出为1641美元,高于饲养每只宠物猫约500美元。根据美国APPA统计,2009-2014年,宠物医疗产值逐年增长,年均复合增长率为4.55%,与整个宠物行业增速基本一致。

目前,美国拥有较为完善的宠物医院认证标准、兽药法律法规和标准体系和兽药检验体系,能够提供质量较高的医疗服务。美国设有专门的宠物医院认证机构:美国动物医院协会(AAHA)。该机构是美国和加拿大共同开设的唯一的宠物医院认证机构,AAHA专门建立了专业研发和宠物医院的评审标准,为美国的宠物行业规范和自律提出了标准化要求。在美国,宠物主人也更加认可通过AAHA认证的动物医院,根据AAHA调查显示,81%的宠物主人更愿意选择通过AAHA认证的动物医院,44%的宠物主人认可在认证医院支付更多的医疗费用来保障就医质量;51%的宠物主人为了寻找AAHA认证医院愿意去离家更远的地方。而且,通过AAHA认证也能为动物医院带来更大的商业价值。

表1: 通过AAHA认证医院和其他医院对比

	AAHA 认证动物医院	其他动物医院
日常活跃顾客(人次)	4,415	3,259
新顾客(人次)	614	472
平均转换成本(美元)	152	134
全职兽医收入(美元)	589,000	478,000

资料来源: AAHA, 中国银河证券研究部

#### （2）中国宠物医疗：向连锁专业运营转化

我国宠物产业发展仅20余年,处于高速成长阶段。据新三板挂牌公司佩蒂股份招股说明书披露,2009-2013年我国宠物行业年均复合增长率达27.3%,远超全球仅5.6%的年均增速。2014年,我国宠物行业市场规模已突破500亿元人民币,其中宠物医疗占整个宠物行业市场规模的20%-30%。从宠物猫狗数量来看,2014年我国拥有宠物狗2740万只,居世界第三位,拥有宠物猫5810万只,仅次于美国居世界第二位。

我国宠物医院可以划分为小规模“夫妻店”(主要服务于宠物市场或者城市周边)和提供综合人性化服务的规模医院(服务专业,客单价较高)。目前我国宠物医院以小型规模为主,200-300平方米规模的宠物医院大约有4000家,而具有500平方米面积规模以上的大型宠物连锁医院占比仅10%(美国这个数字在24%上下)。其中,大型宠物医院主要有两种:1)与大学合作的宠物医院品牌,医疗优势较为突出。如北京中国农业大学动物医院、杭州浙江大学

动物医院、广州华南农业大学动物医院、哈尔滨畜牧联盟宠物医院、重庆名望宠物医院等。2) 宠物连锁医院，服务范围设计宠物医疗、宠物美容、宠物商品销售、宠物寄养等。截至年初，我国规模较大的代表性宠物连锁医院主要有瑞鹏、瑞派、美联众合、派特、艾贝尔、我宠我爱、宠福鑫等。

**表 2: 我国部分主要宠物连锁医院基本情况**

公司名称	成立时间	总部	国内连锁店	主要分布地区
瑞鹏	1998 年	深圳	50 多家	上海、广州、深圳、长沙
瑞派美联	2012 年	北京	15 家	南京、北京、天津
派特	1993 年	无锡	15 家	无锡、江阴、常熟
艾贝尔	2002 年	南京	30 多家	上海、苏州、南京、杭州、南通、常州
宠福鑫	2005 年	北京	14 家	北京、保定、西安、唐山
美联合众	2006 年	北京	10 多家	北京、苏州、杭州、沈阳、哈尔滨、郑州、天津、西安

资料来源：中国银河证券研究部整理

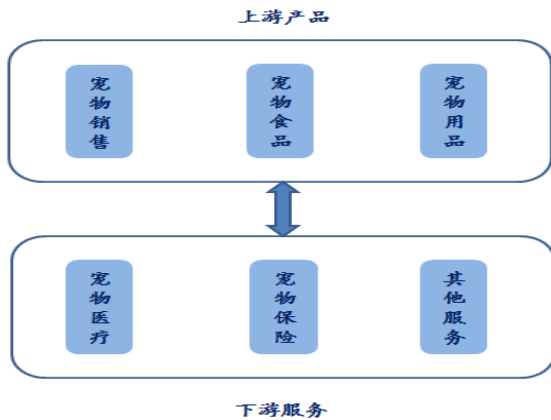
我们认为未来连锁医院专业化运营是宠物医疗发展的主要方向：1) **专业分工**。通过连锁经营可以实现标准化服务、专业化分工，并且规模效应能够增加供应链的议价能力，广告投放也更为有效；2) **品牌形象**。品牌的建立和标准化的管理，有利于兽医人才的培养及建立宠物主人对兽医之间的信任，从而形成有效的客户粘性；3) **统一标准**。目前我国宠物医疗方面缺乏统一的定价标准。通过连锁化经营，可以统一使用精准度、安全性更高的设备，提供手术前全面检查，1 对 1VIP 咨询，术后悉心照料等专业化服务，通过高质量诊疗和服务使得宠物主人更愿意支付更高的医疗费用。

目前瑞派宠物具有连锁医院 71 家，年内目标达到 100-120 家，旗下包括我宠我爱、长江等运营效率较高的品牌，平均净利润率在 15%-20% 之间。其中，运营成熟的苏州曹浪峰医院面积 700 平方米，日流水在 2 万元左右，工作人员 30 人，每日客单 20-30 次；而于 2015 年底新营业的苏州瑞派旗舰店面积在 300 平方米，工作人员 10 人左右。目前，瑞派连锁宠物医院已经实现了外部形象，包括门头、装修设计、标志等的统一；连锁发展的管控体系涵盖常用到连锁医疗发展的 9 个模块：集团管控信息化、财务、品牌和标识、运营 SOB、供应链、制度、流程、表单，其连锁模式具有**可复制性**。

### 3、投资建议

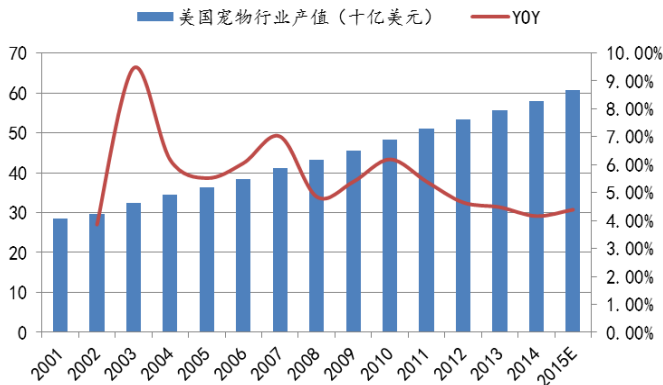
我们预计公司 2016-2017 年的净利润为 1.6/ 2.2 亿，对应 EPS 为 0.41 / 0.56 元（摊薄后），对应当前股价 PE 为 37 / 27 倍。考虑宠物产业的估值溢价，给予公司“推荐”评级。

图 1: 宠物产业链



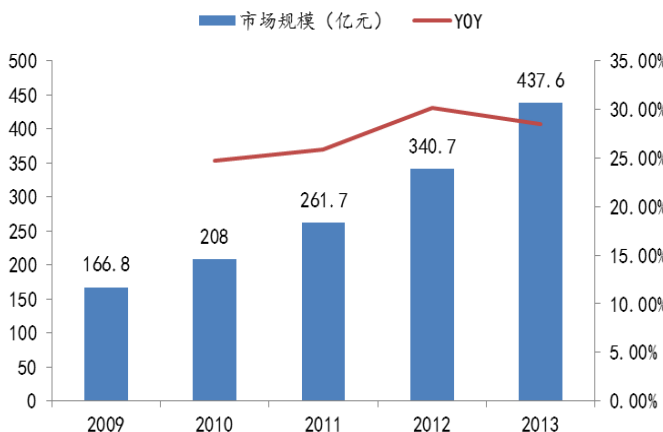
资料来源: 中国银河证券研究部

图 3: 美国宠物行业产值及增速



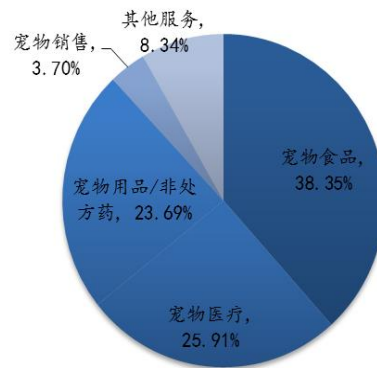
资料来源: APPA, 中国银河证券研究部

图 5: 2009-2013 年我国宠物行业市场规模及增速



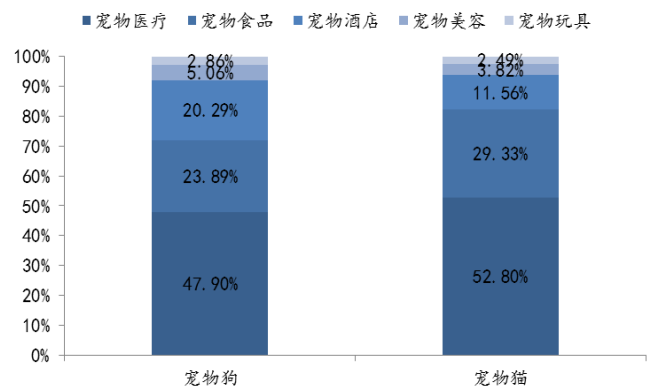
资料来源: 佩蒂股份公开转让说明书, 中国银河证券研究部

图 2: 2014 年美国宠物行业细分消费分布



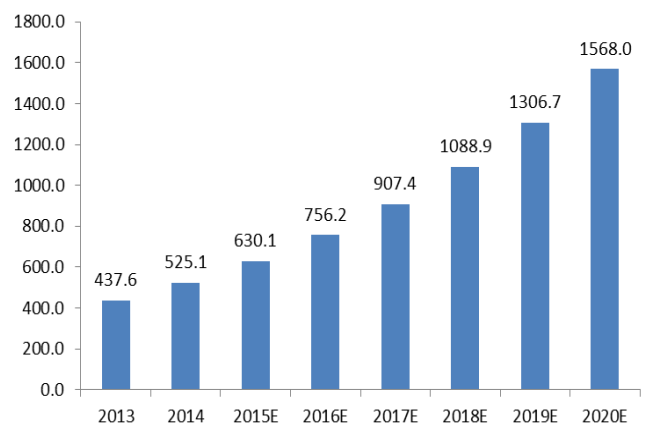
资料来源: APPA, 中国银河证券研究部

图 4: 美国单只宠物狗和宠物猫的消费支出对比



资料来源: APPA, 中国银河证券研究部整理

图 33: 未来 5 年宠物市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: 中国银河证券研究部预测

表:财务报表预测

资产负债表					利润表				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	172.92	10.06	229.56	48.35	营业收入	792.83	1006.32	1306.04	1776.22
应收和预付款项	375.09	626.09	670.55	1084.55	营业成本	327.19	429.90	546.97	710.49
存货	181.75	219.73	291.08	372.43	营业税金及附加	4.27	5.42	7.03	9.57
其他流动资产	75.16	75.16	75.16	75.16	营业费用	202.42	221.39	287.33	390.77
长期股权投资	90.63	90.63	90.63	90.63	管理费用	129.57	150.95	195.91	266.43
固定资产和在建工程	920.37	801.68	682.99	564.30	财务费用	-0.86	1.92	-2.21	-3.84
无形资产和开发支出	381.38	344.87	308.35	271.84	资产减值损失	8.85	7.38	7.38	7.38
其他非流动资产	12.04	2.28	0.00	0.00	投资净收益	3.89	0.00	0.00	0.00
资产总计	2235.64	2194.14	2369.29	2525.56	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	127.00	38.07	0.00	0.00	营业利润	125.28	189.36	263.63	395.43
应付账款	339.81	321.11	444.87	470.28	其他非经营损益	16.26	21.12	21.12	21.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	141.54	210.49	284.76	416.55
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	19.06	31.57	42.71	62.48
负债合计	466.81	359.18	444.87	470.28	净利润	122.48	178.91	242.04	354.07
归属母公司股东权益	1607.66	1656.02	1721.44	1817.13	少数股东损益	12.17	17.77	24.04	35.17
少数股东权益	161.17	178.94	202.98	238.15	归属母公司股东净利润	110.31	161.14	218.00	318.90
股东权益合计	1768.83	1834.96	1924.42	2055.28	每股收益 (EPS)	0.28	0.41	0.56	0.82
负债和股东权益合计	2235.64	2194.14	2369.29	2525.56					
现金流量表					财务指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	110.31	161.14	218.00	318.90	毛利率	58.73%	57.28%	58.12%	60.00%
折旧与摊销	50.31	152.78	152.78	150.49	销售净利率	15.45%	17.78%	18.53%	19.93%
经营性现金净流量	224.95	15.76	390.51	20.91	ROE	6.86%	9.73%	12.66%	17.55%
投资性现金净流量	-552.28	25.43	17.96	17.96	ROA	6.31%	9.70%	11.95%	16.37%
筹资性现金净流量	47.69	-204.04	-188.96	-220.08	ROIC	7.66%	9.45%	11.89%	19.52%
现金流量净额	-279.64	-162.86	219.50	-181.21	销售收入增长率	35.48%	26.93%	29.78%	36.00%
EBITDA	191.31	365.59	435.85	563.92	营业利润增长率	339.02%	50.93%	33.01%	46.05%
					净利润增长率	324.28%	46.08%	35.28%	46.28%

信息来源: 银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**张婧，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn