

2016年09月26日

瑞普生物 (300119.SZ)

业绩拐点到来，A股宠物产业稀缺性标的！

■养殖景气加速复苏，公司主业经营拐点显现。

1) 禽用疫苗传统优势明显，拳头产品上市充分受益行业反转。

公司禽用疫苗业务国内领先，其中多个疫苗单品市场占有率国内第一。2015年上市的鸡新城疫、传染性法氏囊病二联灭活疫苗(La Sota株+HQ株)是公司传统禽用疫苗优势体现的又一重要拳头产品。鸡新城疫是对我国养鸡业危害程度排名第一的、具有高度传染性的病毒性疾病，而鸡传染性法氏囊病是一种危害幼龄鸡的急性、高度接触性传染病，其特征是突然发病、病程短、死亡率迅速升高。鸡新城疫、传染性法氏囊病二联灭活疫苗(La Sota株+HQ株)是继鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗(La Sota株+H120株) (“新支妥”)之后的禽用优势产品。

2) 华南生物业绩或超预期，带动公司业绩增长。

2015年6月公司以自有资金收购华南生物31.98%的股权，15年11月，公司继续收购华南生物38.27%股权，目前公司持有华南生物70.25%股权。华南生物在禽流感疫苗技术竞争优势突出，拥有禽用灭活疫苗生产批准文号。华南生物研发的禽流感灭活疫苗(H5N2亚型，D7株)是国内首次批准的水禽H5亚型禽流感防控专用疫苗，具有市场稀缺性。目前国内农业部批准的H5亚型禽流感灭活疫苗生产企业仅10家，公司通过收购华南生物获得了H5亚型禽流感灭活疫苗生产资质，同时高致病性禽流感疫苗为政府招标采购疫苗之一，公司因此高致病性禽流感招采资质，进入约30亿市场规模的禽流感市场，预计禽类招采收入将有大幅增长。

今年我国高致病性禽流感爆发严重，由于公司H5亚型禽流感灭活疫苗同源性好，同时公司与华南生物充分发挥区域互补，共享资源、客户优势，该疫苗销量大幅增长，预计华南生物今年业绩增长或超预期。

另外，华南生物研发的禽流感(H5N2亚型，D7+rD8)二价灭活疫苗已经取得农业部颁发的临床批文，该品种使用范围扩大，不仅仅针对水禽，可以应用于所有家禽，目前新兽药证书申请进展顺利，有望明年初获得批文，将为公司明年发展打下坚实基础。

3) 产品储备丰富，猪用疫苗提供利润新增长点。

公司近两年在猪用疫苗板块发力，产品结构逐渐优化。2013年获得了猪圆环病毒2型灭活疫苗(ZJ/C株)的新兽药证书，为公司向畜类市场扩张奠定了基础。公司猪用疫苗新产品猪支原体肺炎灭活疫苗已于上半年上市，是公司在猪用疫苗板块继猪圆环病毒2型灭活疫苗之后的大型产品，是国内首个获批的国产猪支原体灭活疫苗，预计该疫苗产品未来将具备销售规模过亿前景。公司另一大猪用疫苗猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗(HB08株+ZJ08株)是有效防控仔猪

公司动态分析

证券研究报告

生物医药

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价: **27元**
 股价(2016-09-23) **19.20元**

交易数据

总市值(百万元)	7,766.27
流通市值(百万元)	3,898.30
总股本(百万股)	404.49
流通股本(百万股)	203.04
12个月价格区间	11.90/22.51元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.91	23.22	58.27
绝对收益	12.28	24.59	60.64

吴立

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515030003
 wuli1@essence.com.cn
 010-83321079

相关报告

- 瑞普生物: 二季度净利同比增长超 25%, 宠物产业加速布局! 2016-08-26
- 瑞普生物: 增持瑞派宠物凸显公司战略决心, 宠物产业有望加速推进 2016-07-27
- 瑞普生物: 二季度净利同比增长超 25%, 宠物产业布局加速! 2016-07-14
- 瑞普生物: 新品推出奠定增长基础, 禽链复苏将带动业绩逐季改善 2016-04-27
- 瑞普生物: 受益养殖景气复苏, 内生外延加速发展! 2016-04-25

腹泻的主要疫苗，预计年内获得兽药生产批准文。仔猪腹泻是近年来我国仔猪死淘率高的主要原因，尤其今年年初仔猪腹泻导致大量仔猪死亡，预计该产品市场前景广阔。

■ **宠物布局进展顺利**：2015 年开始公司通过参股瑞派宠物战略进入宠物产业，公司以自有资金出资 1,000 万元投资瑞派美联宠物医院管理股份有限公司，投资完成后持有瑞派宠物 4.34% 的股权。2016 年 7 月，公司继续增持瑞派宠物股权，拟以自有资金 3000 万元收购天创保鑫持有的瑞派宠物 8.70% 的股权。交易完成后，瑞普生物合计持有瑞派宠物 13.04% 的股权，为瑞派宠物第二大股东。而瑞派宠物第一大股东中瑞华普持有瑞派宠物 40.02% 股权，中瑞华普为公司实际控制人及董事长李守军先生控股企业，同时也持有天创保鑫 18.96% 的基金份额。

1) **信息化统一管理提升运营效益**。瑞派宠物通过连锁管理模式对旗下宠物医院门店管理进行提效，主要分为三层架构，第一层为瑞派宠物作为宠物医院投资公司提供资金支持，第二层为五大区域瑞派管理公司，包括瑞派京华、瑞派东贝、瑞派津华、瑞派东华、瑞派南华五大管理公司，分别负责北京、东北、天津、华东、华南五个区域日常业务的管控；第三层为瑞派宠物的业务经营实体即旗下的各个宠物医院门店，截至 6 月底已拥有包括关忠、我宠我爱、长江、派特、曹浪峰等多个医院品牌，并且旗下医院已于上半年完成统一品牌标识。目前自公司最新公告瑞派宠物实际管理门店数已达到 71 家。

瑞派宠物对所有收购的医院进行信息化管理，目前已开发了一套新的统一的信息化财务管理系统，对各个旗下的宠物医院尤其是财务管理规范化、标准化，同时建立了统一的物资采购平台，降低采购成本，形成资源整合的能力，目的是提升原来单店的盈利水平。另外，瑞派宠物提供集中的技术培训，解决原来的宠物医院技术参差不齐的问题。根据我们近期草根调研，通过统一的信息化，公司旗下的宠物医院运营效率有很大提高。

2) **借助上市公司资本的力量，宠物产业并购整合步伐加快**。根据宠物产业专家以及我们调研情况预测，目前国内宠物产业市场规模约 500 亿，据我们测算，预计我国宠物产业未来 5-10 年将以 15-20% 速度高速增长，预计未来 5 年左右宠物产业市场规模将至千亿。同时，宠物产业面临着服务升级，宠物医疗是宠物产业核心环节：a) 宠物医疗市场容量最大，潜力最大，是宠物产业最大细分市场；2) 技术壁垒最高，用户粘性最强；3) 具备宠物产业入口价值。

美国以 VCA、Banfield 等代表的动物医院迅速扩张壮大成宠物医院连锁机构主要依靠资本的撬动。二十世纪九十年代，VCA 和 Banfield 在美国各个州迅速占领市场，还把宠物医院扩张至加拿大、波多黎各、英国等国家。宠物医院由于技术含量高，具有一定的进入门槛。宠物医院的核心竞争力是兽医人才，由于人才资源的挖掘需要时间、资金成本，因此人才资源的核心作用决定了外延并购是连锁宠物医院迅速扩张的主要手段，而外延并购天然需要资金的力量推动。因此，我们认为，瑞普生物与瑞派宠物之间已形成互补的协同效应，首先瑞普生物通过瑞派宠物开拓新型产业提升盈利能力，而瑞派宠物需要借助上市公司资本的力量和平台的优势迅速进行外延扩张，抢占优质的宠物医院资源，迅速发展壮大。我国宠物连锁医院行业的另一大型宠物连锁企业瑞鹏宠物于 16 年 7 月在新三板挂牌也是说明了资金对于连锁宠物医院扩张的必要性。因此，我们认为，出于双方协同效应的考虑，预计未来上市公司与瑞派宠物的整合有望加速。

■ **战略转型动保服务提供商，提升市场竞争力**。

公司定位于“养殖企业经济效益改善的专家”，开始进行战略转型，从动保产品的生产商向系统化解决方案的服务提供商转型，既提升客户价值，也提高公司竞争力。

1) **开拓检测诊断服务，帮助养殖户提升养殖效益以增加客户粘性**。公司在 15 年启动了诊断监测云服务计划，通过检测诊断为客户提供系统化的解决方案，目前在检测服务方面公司在家禽、家畜、水禽、蛋鸡等链条上已形成布局，今年上半年已签署了 6 家联合检测诊断服务中心，并且与多家养殖集团签署战略服务合作协议，通过大数据分析对疾病流行情况进行预判和行情预判。同时，公司可通过检测

服务建立种毒库，为产品研发储备种质资源。

2) 搭建“养殖宝”互联网平台，养殖行业一站式服务平台。公司于2015年完成“养殖宝”平台系统搭建，涵盖动物诊疗、在线专家、生物安全体系建设、养殖管理、金融管理、培训教育、大数据信息系统、优质服务商8大板块，目的是整合基层兽医资源、高校院所资源，以动物疫病监测、防控为基础，提高动物疫病诊疗效率。公司通过“养殖宝”首先可整合产业内优秀的行业技术和专家资源，再次可通过该平台技术专家团队的形式进行产品销售和提供诊断服务，开发客户资源的同时可增加客户粘性。

■ **投资建议：**预计公司2016-2018年归属母公司净利润2.2亿、3.3亿、5.2亿，同比增长约96%、55%、56%，对应EPS 0.53、0.82、1.27元。在养殖行情反转的大背景下，经营拐点已现，同时公司为宠物产业稀缺标的，给予“买入-A”评级，6个月目标价27元。

■ **风险提示：**产品销售不达预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	585.2	792.8	1,120.1	1,638.1	2,615.1
净利润	27.1	110.3	215.9	331.1	512.6
每股收益(元)	0.07	0.27	0.53	0.82	1.27
每股净资产(元)	3.99	3.97	4.15	4.23	4.58
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	286.3	70.4	36.0	23.5	15.1
市净率(倍)	4.8	4.8	4.6	4.5	4.2
净利润率	4.6%	13.9%	19.3%	20.2%	19.6%
净资产收益率	1.7%	6.9%	12.9%	19.3%	27.7%
股息收益率	0.5%	0.8%	2.1%	3.8%	4.8%
ROIC	0.8%	8.3%	14.3%	16.6%	28.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	585.2	792.8	1,120.1	1,638.1	2,615.1	成长性					
减:营业成本	237.1	327.2	462.3	676.0	1,079.2	营业收入增长率	-22.5%	35.5%	41.3%	46.2%	59.6%
营业税费	3.3	4.3	6.9	9.3	15.0	营业利润增长率	-86.2%	503.6%	97.9%	61.7%	58.0%
销售费用	225.9	202.4	224.0	311.2	496.9	净利润增长率	-82.1%	306.6%	95.7%	53.4%	54.8%
管理费用	102.7	129.6	156.8	212.9	340.0	EBITDA 增长率	-68.2%	222.5%	74.8%	54.2%	55.0%
财务费用	-7.4	-0.9	15.9	22.3	43.9	EBIT 增长率	-90.2%	830.1%	112.1%	60.4%	60.1%
资产减值损失	2.7	8.8	7.4	6.3	7.5	NOPLAT 增长率	-91.6%	995.4%	108.4%	60.4%	60.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.8%	21.2%	38.3%	-7.4%	49.6%
投资和汇兑收益	-0.1	3.9	1.2	1.2	1.2	净资产增长率	0.3%	2.5%	4.7%	3.1%	9.6%
营业利润	20.8	125.3	248.0	401.1	633.8	利润率					
加:营业外净收支	18.5	16.3	21.0	18.6	18.6	毛利率	59.5%	58.7%	58.7%	58.7%	58.7%
利润总额	39.3	141.5	269.0	419.7	652.4	营业利润率	3.5%	15.8%	22.1%	24.5%	24.2%
减:所得税	10.4	19.1	40.4	63.0	97.9	净利润率	4.6%	13.9%	19.3%	20.2%	19.6%
净利润	27.1	110.3	215.9	331.1	512.6	EBITDA/营业收入	9.2%	22.0%	27.2%	28.7%	27.9%
						EBIT/营业收入	2.3%	15.7%	23.6%	25.8%	25.9%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	200	217	218	172	118
货币资金	411.9	268.3	89.6	131.0	209.2	流动营业资本周转天数	216	135	177	163	158
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	609	409	334	292	284
应收账款	305.3	334.4	688.0	784.5	1,566.2	应收账款周转天数	206	145	164	162	162
应收票据	6.6	6.3	11.5	17.5	26.0	存货周转天数	79	74	71	75	72
预付账款	26.4	34.4	87.2	77.4	171.8	总资产周转天数	1,226	983	802	618	490
存货	142.8	181.7	258.3	423.8	615.8	投资资本周转天数	776	652	602	460	346
其他流动资产	9.3	75.8	42.1	42.4	53.4	投资回报率					
可供出售金融资产	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	ROE	1.7%	6.9%	12.9%	19.3%	27.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.5%	5.2%	8.6%	12.0%	13.4%
长期股权投资	2.8	90.6	90.6	90.6	90.6	ROIC	0.8%	8.3%	14.3%	16.6%	28.6%
投资性房地产	-	26.3	26.3	26.3	26.3	费用率					
固定资产	338.1	618.6	739.2	827.9	884.6	销售费用率	38.6%	25.5%	20.0%	19.0%	19.0%
在建工程	464.8	301.7	217.0	178.2	136.9	管理费用率	17.6%	16.3%	14.0%	13.0%	13.0%
无形资产	232.6	311.3	294.3	277.4	260.4	财务费用率	-1.3%	-0.1%	1.4%	1.4%	1.7%
其他非流动资产	34.7	91.7	93.0	96.9	92.9	三费/营业收入	54.9%	41.8%	35.4%	33.4%	33.7%
资产总额	1,982.9	2,348.6	2,644.7	2,981.5	4,141.7	偿债能力					
短期债务	25.0	127.0	432.2	293.4	1,088.3	资产负债率	13.0%	24.7%	30.0%	35.9%	49.5%
应付账款	107.4	282.6	146.1	539.8	587.6	负债权益比	14.9%	32.8%	42.8%	56.1%	97.9%
应付票据	10.0	30.0	46.9	69.2	96.4	流动比率	4.82	1.82	1.72	1.48	1.41
其他流动负债	44.8	55.8	57.2	92.5	102.9	速动比率	4.06	1.45	1.35	1.06	1.08
长期借款	-	-	35.8	-	94.9	利息保障倍数	-1.81	-144.96	16.56	19.02	15.45
其他非流动负债	70.1	84.4	74.0	76.2	78.2	分红指标					
负债总额	257.2	579.8	792.2	1,071.0	2,048.3	DPS(元)	0.10	0.14	0.39	0.74	0.92
少数股东权益	110.8	161.2	173.3	198.5	239.6	分红比率	143.4%	52.9%	74.0%	90.1%	72.3%
股本	389.1	389.1	404.4	404.4	404.4	股息收益率	0.5%	0.8%	2.1%	3.8%	4.8%
留存收益	1,225.8	1,218.5	1,274.7	1,307.5	1,449.3						
股东权益	1,725.7	1,768.8	1,852.5	1,910.4	2,093.3						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	28.9	122.5	215.9	331.1	512.6	EPS(元)	0.07	0.27	0.53	0.82	1.27
加:折旧和摊销	40.9	50.3	41.1	47.0	51.6	BVPS(元)	3.99	3.97	4.15	4.23	4.58
资产减值准备	2.7	8.8	-	-	-	PE(X)	286.3	70.4	36.0	23.5	15.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.8	4.8	4.6	4.5	4.2
财务费用	1.9	4.8	15.9	22.3	43.9	P/FCF	-185.9	-124.5	-172.1	24.4	19.2
投资损失	0.1	-3.9	-1.2	-1.2	-1.2	P/S	13.3	9.8	6.9	4.7	3.0
少数股东损益	1.7	12.2	12.8	25.6	42.0	EV/EBITDA	62.7	44.6	27.1	17.1	12.2
营运资金的变动	69.6	16.6	-583.3	190.7	-996.3	CAGR(%)	131.2%	65.4%	14.3%	131.2%	65.4%
经营活动产生现金流量	128.4	225.3	-298.8	615.6	-347.5	PEG	2.2	1.1	2.5	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-102.7	-552.3	-58.8	-78.8	-48.8	ROIC/WACC	0.1	0.8	1.4	1.6	2.8
融资活动产生现金流量	-27.2	47.7	178.9	-495.3	474.5	REP	33.3	6.1	2.7	2.5	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

吴立声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034