2016 年 12 月 28 日

瑞普生物（300119.SZ）

公司动态分析

证券研究报告

生物医药

宠物医院整合加速 公司主业延续高增长

■受益养殖景气传导，公司主业经营拐点显现。

1）禽流感二联苗进展顺利，控股子公司华南生物禽流感疫苗有望加速推进，打开成长空间。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，我们认为，在养殖景气复苏下，随着下游客户盈利好转，将带动公司产品销售预计华南生物今年业绩增长或超预期。

另外，根据公司公告，公司研发的禽流感(H5N2 亚型，D7+rD8)二价灭活疫苗已经通过复核试验以及新兽药的复审，我们预计其有望在明年一季度获得批文，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。

2）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，据调研情况，我们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）是有效防控仔猪腹泻的主要疫苗，预计年内获得兽药生产批准文。

■继续增资瑞派宠物提高控制权，为瑞派宠物连锁医院布局扩张提供资金后盾。

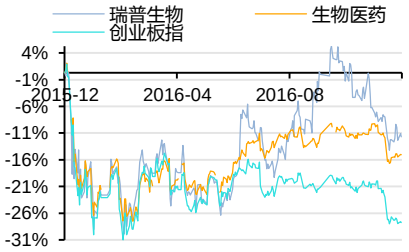
2015 年公司通过参股瑞派宠物战略进入宠物产业，公司公告以自有资金出资 1,000 万元投资瑞派美联宠物医院管理股份有限公司，投资完成后持有瑞派宠物 4.34%的股权。2016 年 7 月，公司继续增持瑞派宠物股权，拟以自有资金 3000 万元收购天创保鑫持有的瑞派宠物 8.70%的

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	27 元
股价（2016-12-27）	17.53 元

交易数据

总市值（百万元）	7,090.77
流通市值(百万元)	3,559.23
总股本（百万股）	404.49
流通股本(百万股)	203.04
12 个月价格区间	14.04/20.90 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.27	-2.47	21.17
绝对收益	-5.9	-10.52	-8.39

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：战略参股“新云和创”，布局农业互联网平台	2016-10-30
瑞普生物：业绩大幅改善，宠物产业整合加速！	2016-10-25
瑞普生物：业绩同比、环比大幅改善，宠物产业整合加速！	2016-10-13
瑞普生物：继续增持瑞派宠物 宠物医疗产业布局提速	2016-09-29
瑞普生物：业绩拐点到来，A 股宠物产业稀缺性标的！	2016-09-26

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

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。**2016年9月30日，公司公告拟以自有资金2000万元再次对瑞派宠物进行增资，增资完成后，公司合计持有瑞派宠物16.52%股权**，瑞普生物仍为瑞派宠物第二大股东。目前，瑞派宠物第一大股东中瑞华普持有瑞派宠物38.42%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（董事长李守军持股68.53%）。

1）连锁宠物医院模式打通内部经营管理网络，提升单个宠物医院运营效益。目前瑞派宠物连锁医院是国内规模排名前三的连锁医院品牌，我们认为，不同于国内其他连锁宠物医院采用的自下而上的扩张模式，瑞派宠物采用自上而下的方式进行扩张，这种形式不仅降低了收购过程中的难度，还能使得宠物医院管理更加规范化，**瑞派宠物的发展目标首先是以收购加自建旗舰店的模式迅速建立起区域性的宠物医院并在区域内辐射扩张，随后通过内部管理统一及协同效应打造全国性的宠物连锁医院品牌。**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。我们预计2016年瑞派宠物实际管理门店数将超过100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，涵盖了最常用到的连锁医疗的九大模块，包括运营、管控、投资、供应链等环节，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。

公司目前的发展模式属于在五大区域重点收购（或自建旗舰店）该区域内市场上最优质的宠物医院资源，通过瑞派宠物管理公司的平台力量帮助其成长（或巩固）为瑞派宠物在该区域内的核心医院，继而辐射到区域内其他宠物医院，形成“中心医院+社区医院”这种“1+N”的连锁发展模式。目前公司在苏州已自建华东区域的宠物医院旗舰店。我们认为，通过“1+N”的连锁模式，公司可以使用最少的资源获得最大的品牌效应和管理效益。首先，区域内的核心医院是设备设施最齐全、医疗人员技术水平最高的医院，核心医院具备了市场认可的过硬技术后，品牌效应迅速扩张至其他的连锁医院。同时，区域内的连锁医院可通过转诊服务减少连锁医院内资源的重复购置，降低固定资产投入。

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。**宠物诊疗本身的专业性属性决定了其有别于其他一般的服务连锁机构，其成长周期更长，因此宠物医院资产投入和资产质量的高低决定了其在市场中的竞争力。**

宠物医院由于技术含量高，具有一定的进入门槛，因此留住核心人才成为宠物医院发展的关键要素，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，迅速发展装

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

大。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）战略参股“新云和创”，布局农业互联网平台。10 月 30 日，公司公告拟以自有资金 1,575.00 万元对新云和创进行增资，本次投资完成后，瑞普生物持有新云和创 6.5421%的股权。新云和创是一家专注提供农牧行业信息化服务的公司，旨在为新希望六和猪养殖互联网平台提供技术支持，目前平台软件已辐射几十万养殖户。公司通过参股“新云和创”，一方面有利于与新希望六和整合产业资源，更好为客户提供服务，另一方面，未来有望进一步深入合作，有望带动公司动物疫苗产品销量。

2）搭建“养殖宝”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。

3）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。

■投资建议：预计公司 2016-2018 年归属母公司净利润 1.7 亿、2.5 亿、4.0 亿，对应 EPS 0.42、0.63、0.98 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	1,486.1	2,288.3
净利润	27.1	110.3	170.6	255.4	396.8
每股收益(元)	0.07	0.27	0.42	0.63	0.98
每股净资产(元)	3.99	3.97	4.12	4.18	4.46

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	261.4	64.3	41.6	27.8	17.9
市净率(倍)	4.4	4.4	4.3	4.2	3.9
净利润率	4.6%	13.9%	15.2%	17.2%	17.3%
净资产收益率	1.7%	6.9%	10.2%	15.1%	22.0%
股息收益率	0.5%	0.8%	1.8%	3.2%	4.0%
ROIC	0.8%	8.3%	11.2%	12.7%	23.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	585.2	792.8	1,120.1	1,486.1	2,288.3
减:营业成本	237.1	327.2	462.3	613.3	944.3
营业税费	3.3	4.3	6.9	8.5	13.1
销售费用	225.9	202.4	280.0	326.9	480.5
管理费用	102.7	129.6	156.8	208.1	320.4
财务费用	-7.4	-0.9	16.4	19.1	37.2
资产减值损失	2.7	8.8	7.4	6.3	7.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-0.1	3.9	1.2	1.2	1.2
营业利润	20.8	125.3	191.5	305.1	486.4
加:营业外净收支	18.5	16.3	21.0	18.6	18.6
利润总额	39.3	141.5	212.5	323.7	505.0
减:所得税	10.4	19.1	31.9	48.6	75.8
净利润	27.1	110.3	170.6	255.4	396.8

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	411.9	268.3	89.6	118.9	183.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	305.3	334.4	688.0	647.9	1,409.1
应收票据	6.6	6.3	11.5	14.8	23.2
预付帐款	26.4	34.4	87.2	62.1	156.0
存货	142.8	181.7	258.3	360.5	549.2
其他流动资产	9.3	75.8	42.1	42.4	53.4
可供出售金融资产	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2.8	90.6	90.6	90.6	90.6
投资性房地产	-	26.3	26.3	26.3	26.3
固定资产	338.1	618.6	739.2	827.9	884.6
在建工程	464.8	301.7	217.0	178.2	136.9
无形资产	232.6	311.3	294.3	277.4	260.4
其他非流动资产	34.7	91.7	93.0	96.9	92.9
资产总额	1,982.9	2,348.6	2,644.7	2,751.5	3,873.2
短期债务	25.0	127.0	437.0	174.8	963.5
应付帐款	107.4	282.6	146.1	476.2	510.4
应付票据	10.0	30.0	46.9	58.4	86.5
其他流动负债	44.8	55.8	57.2	83.0	94.1
长期借款	-	-	45.3	-	116.0
其他非流动负债	70.1	84.4	74.0	76.2	78.2
负债总额	257.2	579.8	806.5	868.6	1,848.7
少数股东权益	110.8	161.2	170.8	190.2	222.0
股本	389.1	389.1	404.5	404.5	404.5
留存收益	1,225.8	1,218.5	1,262.9	1,288.2	1,398.0
股东权益	1,725.7	1,768.8	1,838.2	1,882.9	2,024.5

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	-22.5%	35.5%	41.3%	32.7%	54.0%
营业利润增长率	-86.2%	503.6%	52.9%	59.3%	59.4%
净利润增长率	-82.1%	306.6%	54.6%	49.7%	55.4%
EBITDA 增长率	-68.2%	222.5%	42.7%	49.1%	54.9%
EBIT 增长率	-90.2%	830.1%	67.1%	55.9%	61.5%
NOPLAT 增长率	-91.6%	995.4%	64.2%	55.9%	61.5%
投资资本增长率	5.8%	21.2%	38.3%	-13.6%	52.5%
净资产增长率	0.3%	2.5%	3.9%	2.4%	7.5%
利润率					
毛利率	59.5%	58.7%	58.7%	58.7%	58.7%
营业利润率	3.5%	15.8%	17.1%	20.5%	21.3%
净利润率	4.6%	13.9%	15.2%	17.2%	17.3%
EBITDA/营业收入	9.2%	22.0%	22.2%	25.0%	25.1%
EBIT/营业收入	2.3%	15.7%	18.6%	21.8%	22.9%
运营效率					
固定资产周转天数	200	217	218	190	135
流动营业资本周转天数	216	135	177	163	158
流动资产周转天数	609	409	334	294	285
应收帐款周转天数	206	145	164	162	162
存货周转天数	79	74	71	75	72
总资产周转天数	1,226	983	802	654	521
投资资本周转天数	776	652	602	491	373
投资回报率					
ROE	1.7%	6.9%	10.2%	15.1%	22.0%
ROA	1.5%	5.2%	6.8%	10.0%	11.1%
ROIC	0.8%	8.3%	11.2%	12.7%	23.7%
费用率					
销售费用率	38.6%	25.5%	25.0%	22.0%	21.0%
管理费用率	17.6%	16.3%	14.0%	14.0%	14.0%
财务费用率	-1.3%	-0.1%	1.5%	1.3%	1.6%
三费/营业收入	54.9%	41.8%	40.5%	37.3%	36.6%
偿债能力					
资产负债率	13.0%	24.7%	30.5%	31.6%	47.7%
负债权益比	14.9%	32.8%	43.9%	46.1%	91.3%
流动比率	4.82	1.82	1.71	1.57	1.43
速动比率	4.06	1.45	1.34	1.12	1.10
利息保障倍数	-1.81	-144.96	12.69	17.00	14.09
分红指标					
DPS(元)	0.10	0.14	0.31	0.57	0.71
分红比率	143.4%	52.9%	74.0%	90.1%	72.3%
股息收益率	0.5%	0.8%	1.8%	3.2%	4.0%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	28.9	122.5	170.6	255.4	396.8
加:折旧和摊销	40.9	50.3	41.1	47.0	51.6
资产减值准备	2.7	8.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1.9	4.8	16.4	19.1	37.2
投资损失	0.1	-3.9	-1.2	-1.2	-1.2
少数股东损益	1.7	12.2	10.1	19.8	32.5
营运资金的变动	69.6	16.6	-583.3	324.7	-983.9
经营活动产生现金流量	128.4	225.3	-346.3	664.8	-467.0
投资活动产生现金流量	-102.7	-552.3	-58.8	-78.8	-48.8
融资活动产生现金流量	-27.2	47.7	226.5	-556.6	580.0

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.07	0.27	0.42	0.63	0.98
BVPS(元)	3.99	3.97	4.12	4.18	4.46
PE(X)	261.4	64.3	41.6	27.8	17.9
PB(X)	4.4	4.4	4.3	4.2	3.9
P/FCF	-169.7	-113.7	-93.2	29.1	22.5
P/S	12.1	8.9	6.3	4.8	3.1
EV/EBITDA	62.7	44.6	30.5	19.6	14.2
CAGR(%)	112.0%	51.9%	5.6%	112.0%	51.9%
PEG	2.3	1.2	7.4	0.2	0.3
ROIC/WACC	0.1	0.8	1.1	1.2	2.3
REP	33.2	6.1	3.2	3.1	1.2

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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

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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。