天风证券 TF SECURITIES

瑞普生物（300119）

证券研究报告
2017 年 03 月 08 日

新兽药证书奠定成长基础，下游景气复苏将拉动业绩

事件：3 月 8 日，公司控股子公司华南农大取得一项新兽药注册证书，新兽药名称为禽流感病毒 H5 亚型灭活疫苗（D7 株+rD8 株）。

我们的分析和判断：

1.新兽药注册证书如期落地，下游景气复苏及新品推出有望带动公司业绩持续高增长。

公司研发的禽流感(H5N2 亚型，D7+rD8)二价灭活疫苗已经取得新兽药注册证书，本产品针对目前流行的 H5 亚型禽流感病毒流行毒株均具有良好的免疫保护效果，覆盖范围包括水禽、家禽等多种靶动物，抗原匹配性高，将为公司发展打下坚实基础和创造成长空间。据行业协会统计，2015 年禽流感市场规模约 25 亿，目前国内仅有约 10 家生产企业，公司通过收购获得禽流感 H5 生产资格，预计禽类招采收入将有大幅增长。我们认为，随着畜禽价格上涨下游客户盈利好转，产品上市后可进一步扩大公司产品在禽苗市场的占有率，同时随着公司腹泻二联苗等新产品推出，公司业绩有望持续高增长。

2. 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。

9 月 30 日，公司公告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。据我们估算，目前国内宠物产业市场规模约 500 亿，预计未来 5-10 年将以 20-30%速度高速增长，市场规模将至千亿。宠物医疗是宠物产业核心环节。瑞派宠物从事宠物连锁医院的运营及管理，内生外延布局宠物连锁医院，据我们调研，公司 2016 年宠物医院数量将超过 100 家，已是业内规模领先的宠物医疗连锁机构，公司集聚行业优质资源，占得宠物产业发展先机。而瑞派为瑞普生物大股东实际控制企业，未来整合有望加速！

3. 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。10 月 30 日，公司公告拟以自有资金对新云和创进行增资，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。此外，公司自 2016 年下半年开始，投入检测诊断实验室、布局高校合作研究点，将为公司业绩增长提供保障。

投资建议：预计公司 16/17/18 年归属母公司净利润 1.4/2.3/3.8 亿，对应 PE 分别为 46/29/18 倍。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“增持”评级。

风险提示：新品销售不达预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	585.20	792.83	1,120.11	1,486.11	2,288.29
增长率(%)	(22.48)	35.48	41.28	32.68	53.98
EBITDA(百万元)	54.11	174.50	215.42	341.49	552.27
净利润(百万元)	27.13	110.31	143.34	231.44	377.97
增长率(%)	(82.15)	306.62	29.94	61.46	63.31
EPS(元/股)	0.07	0.27	0.35	0.57	0.93
市盈率(P/E)	244.23	60.06	46.22	28.63	17.53
市净率(P/B)	4.10	4.12	3.99	3.94	3.71
市销率(P/S)	11.32	8.36	5.92	4.46	2.90
EV/EBITDA	62.67	44.62	33.14	19.97	13.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	16.38 元
目标价格	27 元
上次目标价	27 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	404.49
流通 A 股股本(百万股)	203.04
A 股总市值(百万元)	6,625.60
流通 A 股市值(百万元)	3,325.74
每股净资产(元)	4.62
资产负债率(%)	22.49
一年内最高/最低(元)	21.27/14.34

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《瑞普生物-研究简报:2016 业绩预告点评：业绩同比增长，基本符合预期》2017-01-25
2 《瑞普生物-季报点评:主营业务稳定增长，宠物连锁医院扩张超预期》2016-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	411.88	268.29	89.61	118.89	183.06
应收账款	305.25	334.36	687.98	647.88	1,409.06
预付账款	26.44	34.44	87.23	62.12	155.95
存货	142.84	181.75	258.26	360.52	549.16
其他	15.92	82.05	53.62	57.20	76.66
流动资产合计	**902.33**	**900.89**	**1,176.71**	**1,246.62**	**2,373.90**
长期股权投资	2.84	90.63	90.63	90.63	90.63
固定资产	338.10	618.62	739.18	827.92	884.56
在建工程	464.83	301.75	217.05	178.23	136.94
无形资产	232.65	311.28	294.33	277.37	260.42
其他	42.19	125.44	126.81	130.71	126.70
非流动资产合计	**1,080.61**	**1,447.71**	**1,467.99**	**1,504.86**	**1,499.25**
资产总计	**1,982.94**	**2,348.60**	**2,644.70**	**2,751.48**	**3,873.14**
短期借款	25.00	127.00	439.88	187.64	979.19
应付账款	107.38	282.64	146.06	476.16	510.35
其他	54.78	85.75	104.15	141.44	180.60
流动负债合计	**187.16**	**495.39**	**690.09**	**805.23**	**1,670.15**
长期借款	0.00	0.00	51.00	0.00	119.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	70.07	84.38	74.04	76.16	78.19
非流动负债合计	**70.07**	**84.38**	**125.03**	**76.16**	**198.05**
负债合计	**257.23**	**579.77**	**815.12**	**881.39**	**1,868.20**
少数股东权益	110.80	161.17	169.24	186.86	217.13
股本	389.15	389.15	404.50	404.50	404.50
资本公积	816.15	737.77	737.77	737.77	737.77
留存收益	1,225.77	1,218.52	1,255.84	1,278.73	1,383.32
其他	(816.15)	(737.77)	(737.77)	(737.77)	(737.77)
股东权益合计	**1,725.71**	**1,768.83**	**1,829.58**	**1,870.09**	**2,004.95**
负债和股东权益总	**1,982.94**	**2,348.60**	**2,644.70**	**2,751.48**	**3,873.14**

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	28.87	122.48	143.34	231.44	377.97
折旧摊销	40.90	50.31	41.09	47.03	51.60
财务费用	1.91	4.79	16.70	19.70	38.20
投资损失	0.08	(3.89)	(1.16)	(1.16)	(1.16)
营运资金变动	69.58	16.57	(583.30)	324.66	(983.85)
其它	(12.97)	35.01	8.50	17.91	30.96
经营活动现金流	**128.37**	**225.27**	**(374.82)**	**639.59**	**(486.29)**
资本支出	156.45	388.84	70.34	77.88	47.97
长期投资	(7.68)	87.78	0.00	0.00	0.00
其他	(251.46)	(1,028.90)	(129.18)	(156.72)	(96.81)
投资活动现金流	**(102.69)**	**(552.28)**	**(58.84)**	**(78.84)**	**(48.84)**
债权融资	25.00	127.00	490.88	187.64	1,099.05
股权融资	23.39	(75.45)	(0.39)	(18.42)	(36.77)
其他	(75.59)	(3.86)	(235.51)	(700.68)	(462.98)
筹资活动现金流	**(27.20)**	**47.69**	**254.98**	**(531.46)**	**599.30**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(1.52)**	**(279.32)**	**(178.69)**	**29.28**	**64.17**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**585.20**	**792.83**	**1,120.11**	**1,486.11**	**2,288.29**
营业成本	237.12	327.19	462.25	613.30	944.35
营业税金及附加	3.28	4.27	6.87	8.48	13.14
营业费用	225.88	202.42	280.03	312.08	457.66
管理费用	102.74	129.57	190.42	252.64	366.13
财务费用	(7.38)	(0.86)	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	2.73	8.85	7.38	6.32	7.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.08)	3.89	1.16	1.16	1.16
其他	0.15	(7.78)	(2.32)	(2.32)	(2.32)
营业利润	**20.75**	**125.28**	**157.62**	**274.75**	**462.47**
营业外收入	18.97	17.61	21.86	19.48	19.65
营业外支出	0.44	1.36	0.85	0.88	1.03
利润总额	**39.29**	**141.54**	**178.63**	**293.35**	**481.09**
所得税	10.42	19.06	26.79	44.00	72.16
净利润	**28.87**	**122.48**	**151.84**	**249.35**	**408.93**
少数股东损益	1.74	12.17	8.50	17.91	30.96
归属于母公司净利润	**27.13**	**110.31**	**143.34**	**231.44**	**377.97**
每股收益（元）	0.07	0.27	0.35	0.57	0.93

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	-22.48%	35.48%	41.28%	32.68%	53.98%
营业利润	-86.23%	503.63%	25.81%	74.31%	68.32%
归属于母公司净利润	-82.15%	306.62%	29.94%	61.46%	63.31%
获利能力					
毛利率	59.48%	58.73%	58.73%	58.73%	58.73%
净利率	4.64%	13.91%	12.80%	15.57%	16.52%
ROE	1.68%	6.86%	8.63%	13.75%	21.14%
ROIC	0.80%	8.30%	9.42%	11.51%	22.66%
偿债能力					
资产负债率	12.97%	24.69%	30.82%	32.03%	48.23%
净负债率	-14.54%	-10.16%	10.08%	12.55%	28.67%
流动比率	4.82	1.82	1.71	1.55	1.42
速动比率	4.06	1.45	1.33	1.10	1.09
营运能力					
应收账款周转率	1.75	2.48	2.19	2.22	2.22
存货周转率	4.56	4.89	5.09	4.80	5.03
总资产周转率	0.29	0.37	0.45	0.55	0.69
每股指标（元）					
每股收益	0.07	0.27	0.35	0.57	0.93
每股经营现金流	0.32	0.56	-0.93	1.58	-1.20
每股净资产	3.99	3.97	4.10	4.16	4.42
估值比率					
市盈率	244.23	60.06	46.22	28.63	17.53
市净率	4.10	4.12	3.99	3.94	3.71
EV/EBITDA	62.67	44.62	33.14	19.97	13.95
EV/EBIT	253.49	62.58	40.96	23.16	15.38

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com